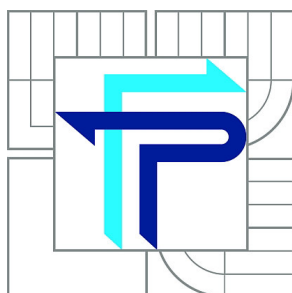


VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ
BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY



FAKULTA PODNIKATELSKÁ
ÚSTAV FINANCÍ

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT
INSTITUTE OF FINANCES

STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU ŽŽAS, A. S.

ESTIMATION OF THE VALUE OF THE ŽŽAS, A. S.

DIPLOMOVÁ PRÁCE
MASTER'S THESIS

AUTOR PRÁCE
AUTHOR

Bc. KAREL ŠTOLL

VEDOUcí PRÁCE
SUPERVISOR

Ing. MICHAL KARAS, Ph.D.

BRNO 2015

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Štoll Karel, Bc.

Účetnictví a finanční řízení podniku (6208T117)

Ředitel ústavu Vám v souladu se zákonem č.111/1998 o vysokých školách, Studijním a zkušebním řádem VUT v Brně a Směrnicí děkana pro realizaci bakalářských a magisterských studijních programů zadává diplomovou práci s názvem:

Stanovení hodnoty podniku ŽŽAS, a. s.

v anglickém jazyce:

Estimation of the Value of the ŽŽAS, a. s.

Pokyny pro vypracování:

Úvod

Cíle práce a metody zpracování

Teoretická východiska ocenění podniku

Představení oceňovaného podniku

Strategická analýza podniku

Finanční analýza podniku

Prognóza generátorů hodnoty

Finanční plán

Náklady kapitálu

Výsledné ocenění

Závěr

Seznam použité literatury

Přílohy

Seznam odborné literatury:

DLUHOŠOVÁ, D. Finanční řízení a rozhodování podniku. 2. upravené vyd. Praha: Ekopress, 2008. 192 s. ISBN 978-80-86929-44-6.

GRASSEOVÁ, M. a kol. Analýza podniku v rukou manažera. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2010. 325 s. ISBN 978-80-251-2621-9.

KISLINGEROVÁ E. Oceňování podniku. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 365 s. ISBN 80-7179-529-1.

MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2003. 402 s. ISBN 80-86119-57-2.

SCHOLLEOVÁ, H. Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2008. 256 s. ISBN 978-80-247-2424-9.

Vedoucí diplomové práce: Ing. Michal Karas, Ph.D.

Termín odevzdání diplomové práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2014/2015.

L.S.

prof. Ing. Mária Režňáková, CSc.
Ředitel ústavu

doc. Ing. et Ing. Stanislav Škapa, Ph.D.
Děkan fakulty

V Brně, dne 28.2.2015

ABSTRAKT

Diplomová práce se zabývá stanovením hodnoty akciové společnosti ŽŽAS pomocí výnosových metod. K určení hodnoty byla použita výnosová metoda DCF ve variantě entity a metody EVA taktéž ve variantě entity. Teoretická část je zaměřena převážně na popis postupu stanovení hodnoty podniku od vymezení pojmu podnik, kategorií hodnot a důvodů ocenění po popis jednotlivých metod a jejich konkrétního postupu. Praktická část je věnována již samotnému stanovení hodnoty společnosti ŽŽAS na úrovni objektivizované hodnoty, kterou lze považovat za obecně přijatelnou. Stanovení hodnoty předchází zpracování strategické a finanční analýzy a dále prognóza generátorů hodnoty a sestavení finančního plánu. Stanovení hodnoty je provedeno k datu 1. 1. 2014 a mělo by sloužit výhradně pro interní záležitosti akciové společnosti ŽŽAS.

ABSTRACT

This thesis deals with the determination of the value of the joint-stock company ŽŽAS using the income approach. To determine the value of the yield method was used the DCF method in variant entity and EVA also in variant entity. The theoretical part is mainly focused on describing the procedure of determining the value of the company from the definition of the enterprise, the categories of value and purposes awards to description of methods and their specific process. The practical part is attended of determining the value of the company ŽŽAS at the level of an objective value that can be considered generally acceptable. Determining of the value is preceded by processing of strategic and financial analysis and compilation of value drivers and financial plan. Determination of value is made at the date of the first 1st 2014, and should be only used for internal needs of the stock company ŽŽAS.

KLÍČOVÁ SLOVA

Akciová společnost ŽŽAS, finanční analýza, finanční plán, generátory hodnoty, metoda DCF ve variantě entity, metoda EVA ve variantě entity, model CAPM, náklady kapitálu, objektivizovaná hodnota, ocenění podniku, strategická analýza, SWOT analýza, WACC.

KEY WORDS

The joint stock company ŽŽAS, financial analysis, financial plan, value drivers, DCF method in variant entity, EVA method in variant entity, CAPM model, the cost of capital, objectified value, company valuation, strategic analysis, SWOT analysis, WACC.

BIBLIOGRAFICKÁ CITACE

ŠTOLL, Karel., *Stanovení hodnoty podniku ŽŽAS, a. s.* Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2015. 140 s. Vedoucí diplomové práce Ing. Michal Karas, Ph.D.

ČESTNÉ PROHLÁŠENÍ

Prohlašuji, že předložená diplomová práce je původní a zpracoval jsem ji samostatně. Prohlašuji, že citace použitých pramenů je úplná, že jsem ve své práci neporušil autorská práva (ve smyslu Zákona č. 121/2000 Sb., o právu autorském a o právech souvisejících s právem autorským).

V Brně dne

Podpis:

PODĚKOVÁNÍ

Zde bych rád poděkoval vedoucímu práce, kterým byl pan Ing. Michal Karas, Ph.D., za cenné rady, připomínky a konzultace, které mi byly poskytovány v průběhu zpracování diplomové práce.

Dále bych chtěl poděkovat také panu Ing. Jaroslavovi Mačejovskému, finančnímu řediteli akciové společnosti ŽĎAS - Žďár nad Sázavou a všem pracovníkům Úseku finance za poskytnutí užitečných informací a podkladů týkajících se nejen finančního řízení uvedené společnosti, které byly využity při vypracování této diplomové práce.

OBSAH

ÚVOD	12
CÍLE PRÁCE A METODY ZPRACOVÁNÍ.....	13
1 Teoretická východiska ocenění podniku.....	15
1.1 Podnik jako předmět ocenění.....	16
1.2 Podstata hodnoty, hodnota podniku.....	16
1.3 Předpisy týkající se ocenění podniku.....	17
1.4 Přehled přístupů stanovení hodnoty podnikatelských subjektů.....	19
2 Postup při oceňování podniku.....	21
2.1 Sběr vstupních dat.....	21
2.2 Strategická analýza	22
2.2.1 Analýza makroprostředí.....	23
2.2.2 Analýza mikroprostředí	24
2.3 Finanční analýza	25
2.3.1 Analýza účetních výkazů	27
2.3.2 Analýza absolutních ukazatelů	28
2.3.2 Analýza poměrových ukazatelů.....	29
2.4 Rozdělení aktiv podniku na provozně nutná a nenutná	30
2.5 Analýza a prognóza generátorů hodnoty	31
2.6 Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty	33
2.7 Sestavení finančního plánu	34
2.8 Výnosové metody ocenění.....	37
2.8.1 Ocenění na základě analýzy výnosů	37
2.8.2 Metoda diskontovaného peněžního toku	38
2.8.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty.....	38
2.8.4 Diskontní míra pro metodu DCF a metodu EVA	39
2.8.5 Vztah mezi oceněním pomocí metody DCF a metodou EVA.....	39
2.8.6 WACC výpočet průměrných vážených nákladů kapitálu.....	40
2.8.7 Peněžní toky pro metodu DCF entity	42
2.8.8 Základní tvary modelu DCF ve variantě entity	45
2.8.9 Metoda EVA ve variantě entity	47

3 Představení oceňovaného podniku.....	49
3.1 Základní údaje o společnosti.....	50
3.2 Vymezení oborové působnosti.....	51
3.3 Historie společnosti.....	51
4 Strategická analýza podniku	52
4.1 Analýza obecného okolí.....	52
4.1.1 Politicko-legislativní faktory	52
4.1.2 Ekonomické faktory.....	54
4.1.3 Sociální faktory.....	60
4.1.4 Technologické faktory	62
4.2 Zahraniční vývoj makroekonomických indikátorů.....	63
4.2.1 EU	63
4.2.2 Německo	64
4.2.3 Slovensko.....	64
4.3 Analýza Oborového okolí.....	65
4.3.1 Struktura podniků působících v daném odvětví	65
4.3.2 Porterův model pěti konkurenčních sil	66
4.4 Analýza interních faktorů	68
4.4.1 Strategie	68
4.4.2 Struktura firmy.....	68
4.4.3 Systémy.....	70
4.4.4 Styl řízení.....	71
4.4.5 Spolupracovníci	71
4.4.6 Sdílené hodnoty	72
4.4.7 Schopnosti.....	73
4.5 Shrnutí výsledků strategické analýzy	73
5 Finanční analýza podniku	75
5.1 Výkazy společnosti ŽĎAS, a. s.	75
5.2 Analýza absolutních ukazatelů	75
5.2.1 Analýza aktiv	76
5.2.2 Analýza pasiv.....	78
5.2.3 Analýza výkazu zisku a ztráty	79

5.3 Analýza poměrových ukazatelů.....	81
5.3.1 Analýza likvidity.....	82
5.3.2 Analýza rentability.....	84
5.3.3 Analýza aktivity.....	85
5.3.4 Analýza nákladovosti.....	86
5.3.5 Analýza dlouhodobé finanční rovnováhy	86
5.4 Souhrnné ukazatele	88
5.5 Zhodnocení finanční analýzy.....	89
6 SWOT analýza.....	90
7 Rozdělení aktiv společnosti ŽĎAS na provozně nutná a nenutná, vymezení korigovaného provozního VH	92
8 Prognóza generátorů hodnoty	94
8.1 Vymezení relevantního trhu a prognóza tržeb.....	94
8.1.1 Prognóza tržeb relevantního trhu pomocí metod časových řad.....	96
8.1.2 Prognóza tržeb relevantního trhu pomocí metod regresní analýzy.....	96
8.1.3 Prognóza vývoje tržního podílu a tržeb společnosti ŽĎAS.....	99
8.2 Výpočet a prognóza ziskové marže	100
8.2.1 Výpočet ziskové marže.....	100
8.2.2 Prognóza ziskové marže pro společnost ŽĎAS.....	102
8.3 Pracovní kapitál	102
8.3.1 Výpočet čistého pracovního kapitálu.....	102
8.3.2 Prognóza čistého pracovního kapitálu pro společnost ŽĎAS	104
8.4 Investice do dlouhodobého majetku	105
8.4.1 Výpočet historické investiční náročnosti.....	105
8.4.2 Prognóza investic pro období 2014 - 2018	108
8.4.3 Analýza rentability provozně nutného investovaného kapitálu.....	110
8.5 Předběžné ocenění na základě generátorů hodnoty	112
9 Finanční plán.....	115
9.1 Plánovaný výkaz zisku a ztrát.....	115
9.2 Plánovaný výkaz rozvaha	118
9.3 Plánovaný výkaz peněžních toků.....	121
9.4 Finanční analýza sestaveného finančního plánu	124

10 Náklady kapitálu	126
10.1 Výpočet nákladů na cizí kapitál.....	126
10.2 Výpočet nákladů na vlastní kapitál	126
11 Výsledné ocenění	129
11.1 Výsledné ocenění společnosti ŽĐAS metodou DCF entity.....	129
11.2 Výsledné ocenění společnosti ŽĐAS metodou EVA entity	132
11.3 Stanovené výsledné hodnoty vlastního kapitálu	135
ZÁVĚR	137
Seznam použité literatury	139
Seznam použitých zkratk a symbolů.....	145
Seznam obrázků, tabulek a grafů	147
Přílohy.....	151

Myslím, že většinu útrap si lidé způsobují chybnými odhady o hodnotě věcí.“

Benjamin Franklin

ÚVOD

Proces ohodnocování neboli stanovování hodnoty podniku je komplexní, zdlouhavý a náročný proces, který vyžaduje specifické řešení pro každý konkrétní případ a kde je nutné uplatnit tvůrčí postup.

Tato problematika se v České republice znovu objevila v souvislosti s transformací ekonomiky a především transformací vlastnických vztahů po roce 1990. V této době opět ožila potřeba znát vedle účetní hodnoty aktiv podniku i hodnotu tržní, a to zejména v souvislosti s privatizací.

Hodnota podniku je stanovena dle názoru znalce (odhadce) a není jednoznačným určením hodnoty daného podniku, ale pouze expertním odhadem. Tento odhad by měl být proveden na základě dostupných a věrohodných informací pomocí metody, která nejvíce vyhovuje účelu (zadání) ocenění a dle predikovaného vývoje. Otázka budoucího vývoje je však velmi nejistá, a z tohoto důvodu se může prognózovaný finanční plán, ze kterého vychází výsledné výnosové ocenění, velmi lišit od stavu, který skutečně nastane.

Ocenění podniku především z důvodu časové a finanční náročnosti vychází vždy z motivů a potřeb zadavatele. Motivů pro ocenění je v současnosti velmi mnoho a mezi nejzákladnější patří: koupě a prodej podniku, nepeněžní vklad do obchodní společnosti, veřejný návrh na změnu účastnických cenných papírů, výkup účastnických cenných papírů při povinné nabídce na převzetí při ovládnutí cílové společnosti, ocenění při fúzích nebo při rozdělení společnosti a pro potřeby vlastníků a managementu.

Totéž platí i pro metody ocenění, které vycházejí již z konkrétního účelu ocenění. Tyto metody jsou založeny na odlišných datech a vedou, respektive mohou vést k odlišným výsledkům. Odpověď na otázku vhodnosti použití dané metody by měla podat jedna z hlavních částí procesu ocenění a to strategická analýza, která spolu s analýzou finanční poskytuje informace o dlouhodobé schopnosti podniku přežít a tvořit hodnotu.

CÍLE PRÁCE A METODY ZPRACOVÁNÍ

Diplomová práce se zabývá stanovením hodnoty akciové společnosti ŽŽAS, sídlící ve městě Žďár nad Sázavou. Ocenění je provedeno pomocí výnosových metod (DCF a EVA ve variantě entity) a hodnota společnosti je stanovena na úrovni objektivizované hodnoty, tedy hodnoty, kterou lze považovat za obecně přijatelnou, typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu. Uvedené ocenění bude předloženo managementu společnosti a bude sloužit výhradně pro interní účely společnosti.

Primárním cílem práce je stanovení hodnoty podniku ŽŽAS, a. s., k datu 1. 1. 2014 na základě všech veřejně dostupných informací pro prodej podniku blíže nespecifikovanému zájemci.

Ke splnění primárního cíle je nejprve zapotřebí dosáhnout splnění cílů dílcích, mezi které patří: potvrzení předpokladu neomezeného trvání podniku, finančního zdraví podniku a reálnosti sestaveného finančního plánu.

Metodicky je práce rozdělena do dvou částí, na část teoretickou a na část praktickou. V teoretické části se zaměřuji na informace získané z odborné tuzemské i zahraniční literatury, které jsou nutné pro základní pochopení dané problematiky. V praktické části již aplikuji teoretické poznatky, jejichž výsledkem je stanovení hodnoty akciové společnosti ŽŽAS, které se skládá z analýzy strategické, finanční, z generátorů hodnoty, modelu na oceňování kapitálových aktiv (CAPM) a finančního plánu.

Metody použité v této práci jsou: Abstrakce = odhlížení od nepodstatných vlastností a vztahů; Analýza = rozčlenění a rozbor získaných poznatků; Dedukce = logické vyvození závěrů; Deskripce = knižní popis; Idealizace = zjednodušování; Syntéza = sjednocování částí; Komparace = porovnání (srovnávání) objektů (POKORNÝ, 2004).

Prvně zmíněná metoda (abstrakce), byla použita v rámci všech kapitol předkládané diplomové práce. V pořadí druhá metoda (analýza) byla využita v rámci zpracování strategické a finanční analýzy, ve kterých byla následně uplatněna i metoda komparace. Na základě závěrů strategické analýzy konkrétně při prognóze generátorů hodnoty byla

využita metoda dedukce. Metoda deskripce byla použita převážně v prvních kapitolách práce, zaměřených na popis postupu stanovení hodnoty podniku. Metoda idealizace byla využita při rozdělení majetku podniku na majetek provozně nutný (potřebný) a majetek provozně nenutný (nepotřebný). Metoda syntéza byla aplikována v rámci sestavení finančního plánu, který vycházel převážně z prognózy generátorů hodnoty.

Základním pramenem, ze kterého jsem vycházel při zpracování této práce, je kniha *Metody oceňování podniku* od Miloše Maříka (2011). Vstupní data byla tvořena převážně výročními zprávami akciové společnosti ŽĎAS od roku 2004 – 2013 a údaji poskytovaných Českým statistickým úřadem.

1 Teoretická východiska ocenění podniku

Problematika oceňování podniku je v podmínkách České republiky problematikou staronovou. Tato problematika se znovu objevila v souvislosti s transformací ekonomiky a především transformací vlastnických vztahů po roce 1990. Po dlouhé odmlce trvající od roku 1948 (25. února) do roku 1989 (17. listopadu) ožila opět potřeba znát vedle účetní hodnoty aktiv podniku i hodnotu tržní, a to zejména v souvislosti s privatizací. Ocenění tržní hodnotou se stalo zajímavé pro investory, vlastníky (zpravidla akcionáře) i investory věřitele (zpravidla banky). V době, kdy tato potřeba znovu vyvstala, ukázala se v České republice mezera a absence jak v ekonomické teorii, tak i v oceňovací praxi. Podmínky administrativně direktivního způsobu řízení (centrální plánování) nevyvolávaly po celá desetiletí nutnost jiných než účetních hodnot nebo administrativně stanovených cen. V souvislosti s privatizačními projekty, jejichž posláním bylo zajistit, aby stát (do té doby téměř výhradní vlastník většiny majetku v této společnosti) postupně získal nové, soukromé vlastníky, kteří budou mít o majetek zájem a budou jej spravovat a využívat (v rámci zásad a pravidel dobrého hospodáře), stala se opět tržní hodnota podniku vysoce aktuální (KISLINGEROVÁ, 2001).

Ocenění je samo o sobě službou, kterou zákazník objednává, protože mu přináší nějaký užitek. Tento užitek může mít různou povahu a to podle potřeb objednavatele a také cílů, kterým má ocenění sloužit. Rozlišujeme tedy ocenění, která vycházejí z různých podmětů a mohou sloužit k různým účelům (MAŘÍK, 2011).

Podměty k ocenění mohou být velmi různorodé. Podmětem ocenění může být např.: koupě a prodej podniku, vklad do nově zakládaného podniku, splynutí (fúze, konsolidace) podniku, rozdělení podniků, rozhodování o sanaci nebo likvidaci společnosti, emise akcií, uvádění podniku na burzu, poskytování úvěrů, ocenění majetkových účastí společníků, ocenění pro účely zdanění, garance (záruky úvěru, uzavření pojistných smluv), náhrada za vyvlastnění). Je tedy nezbytné si uvědomit, že různé podměty jsou i různým zadáním pro oceňovatele. Různá zadání mohou vyžadovat různé metody, které mohou vést k odlišným výsledkům (DLUHOŠOVÁ, 2008).

1.1 Podnik jako předmět ocenění

Pojem podnik v podmínkách České republiky definoval do konce roku 2013 zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník. Uvedený zákon v § 5 definoval podnik takto: „*Podnikem se pro účely tohoto zákona rozumí soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem ke své povaze mají tomuto účelu sloužit. Podnik je věc hromadná. Na jeho právní poměry se použijí ustanovení o věcech v právním smyslu. Tím není dotčena působnost zvláštních právních předpisů vztahujících se k nemovitým věcem, předmětům průmyslového a jiného duševního vlastnictví, motorovým vozidlům apod., pokud jsou součástí podniku.*“

Tato definice dle zákona č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník byla nahrazena s účinností od 1. ledna 2014 zákonem č. 89/2012 Sb., občanský zákoník a zákonem č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích. Nový občanský zákoník namísto dosavadního pojmu podnik přinesl nový pojem obchodní závod.

Obchodní závod je definován v § 502 zákona č. 89/2012 Sb., občanský zákoník takto: „*Obchodní závod (dále jen „závod“) je organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu.*“

Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích v § 1 odst. (1) a (2) definuje: „*Obchodními korporacemi jsou obchodní společnosti (dále jen „společnost“) a družstva. Společnostmi jsou veřejná obchodní společnost a komanditní společnost (dále jen „osobní společnost“), společnost s ručením omezeným a akciová společnost (dále jen „kapitálová společnost“) a evropská společnost a evropské hospodářské zájmové sdružení.*“

1.2 Podstata hodnoty, hodnota podniku

Pod pojmem hodnota budeme mít na mysli hodnotu ekonomickou. Ekonomická hodnota je tedy hodnota aktiva vyjádřená v penězích, kterou zaplatíme, pokud budeme chtít dané aktivum získat, právo nakládat s ním a získávat budoucí efekty vyplývající z fungování tohoto aktiva. Pojem hodnota není jednoznačný a závisí na tom, jakou hodnotu máme na mysli. Mezi základní pojetí hodnoty patří:

- tržní hodnota,
- subjektivní (investiční) hodnota,
- objektivizovaná hodnota, atd. (HRDÝ, 2005).

Tržní hodnota je odhad hodnoty vyjádřené v penězích nebo peněžních ekvivalentech, za kterou může být aktivum na trhu směřeno mezi koupěchtivým a prodávajícím, jednajícími informovaně, rozumně a bez nátlaku (tamtéž).

„Investiční hodnota je hodnota budoucího prospěchu z vlastnictví aktiva pro konkrétního kupce. Hodnota se pak může lišit podle různých investorů a jejich záměrů a očekávání“ (HRDÝ, 2005, s. 10).

Objektivizovaná hodnota by měla být hodnota, která je v co největší možné míře postavena na všeobecně uznávaných datech a při jejím výpočtu by měly být dodrženy určité zásady a požadavky (HRDÝ, 2005).

Hodnota podniku závisí na budoucím užitku, který můžeme z držení podniku očekávat. Užítky z držení podniku mohou mít různou podobu, ale v zásadě je lze rozdělit na užítky povahy finanční a užítky, které nejsou ve finanční podobě bezprostředně vyjádřeny (společenské postavení, moc atd.). Z praktických důvodů je nutné se omezovat pouze na užítky vyjádřené v penězích (MAŘÍK, 2011).

„Hodnota podniku je tedy dána očekávanými budoucími příjmy (bud' na úrovni vlastníků, nebo na úrovni všech investorů do podniku, tj. vlastníků i věřitelů) převedenými (diskontovanými) na jejich současnou hodnotu“ (MAŘÍK, 2011, s. 20).

1.3 Předpisy týkající se ocenění podniku

V České republice v současné době neexistuje zákon nebo předpis, který by byl při oceňování podniku obecně závazný. Existují ale určité předpisy, které se uplatňují alespoň určitým dílčím způsobem a o kterých by oceňovatel vědět měl. České předpisy se aplikují pouze pro vymezený okruh případů (závazné jen pro konkrétní účely definované přímo zákonem) a patří sem:

1. Zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku a příslušné vyhlášky Ministerstva financí České republiky
2. Metodický pokyn České národní banky

3. Úprava dle Mezinárodních a Evropských oceňovacích standardů (MAŘÍK, 2011).

Ustanovení § 1 Zákona č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku říká, že: *„Zákon upravuje způsoby oceňování věcí, práv a jiných majetkových hodnot (dále jen „majetek“) a služeb pro účely stanovené zvláštními předpisy. Odkazují-li tyto předpisy na cenový nebo zvláštní předpis pro ocenění majetku nebo služby k jinému účelu než pro prodej, rozumí se tímto předpisem tento zákon. Zákon platí i pro účely stanovené zvláštními předpisy uvedenými v části čtvrté až deváté tohoto zákona a dále tehdy, stanoví-li tak příslušný orgán v rámci svého oprávnění nebo dohodnou-li se tak strany.“*

Podle metodiky České národní banky (dříve pod označením ZNAL) dochází k posuzování přiměřenosti peněžitého plnění pro účely povinných nabídek převzetí a veřejných návrhů smluv o koupi účastnických cenných papírů (KRABEC, 2009).¹

Úprava dle Mezinárodních a Evropských oceňovacích standardů zahrnuje:

- a) Mezinárodní oceňovací standardy IVS, které vydává výbor pro Mezinárodní oceňovací standardy IVSC.
- b) Evropské oceňovací standardy EVS, které vydává Evropská skupina odhadcovských asociací.

Tyto standardy opět nemají povahu závazného předpisu, jedná se pouze o soubor mezinárodně uznávaných doporučení. Doporučení v těchto standardech jsou velmi rámcová a z velké části se týkají zejména oceňování nemovitostí, zatímco oceňování podniku je v pozadí. Standardy obsahují především definice hodnoty a pak určité rámcové zásady, které by měly být při oceňování respektovány (MAŘÍK, 2011).

Při oceňování dále připadá v úvahu využití Národních standardů, které jsou sice platné v určité zemi (US PAP - Americké oceňovací standardy, IDW S1 - Německý standard), ale které více odpovídají potřebám ocenění podniku.

¹ V současné době byl tento metodický pokyn nahrazen novým materiálem „Informace ČNB k oceňování účastnických cenných papírů pro účely povinných nabídek převzetí, veřejných návrhů smlouvy a vytěsnění (OCE)“.

1.4 Přehled přístupů stanovení hodnoty podnikatelských subjektů

Finanční ocenění podniku si klade za cíl vyjádřit jeho hodnotu pomocí určité peněžní částky (potenciál podniku je oceněn peněžním ekvivalentem). Výsledná hodnota ocenění se většinou opírá o použití více oceňovacích metod (volba metody závisí na funkcích, které si ocenění klade). V zásadě existují tři okruhy oceňovacích metod:

1. Metody založené na ocenění vynaložených nákladů (nákladů na pořízení majetku) tzv. majetkové metody
2. Metody založené na analýze aktuálních cen na trhu tzv. tržní metody.
3. Metody opírající se o analýzu výnosů podniku tzv. výnosové metody (MAŘÍK, 2011)

Tabulka 1: Přehled majetkových metod pro oceňování podniku

Ocenění na základě analýzy majetku (majetkové metody)

- Účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen
- Substanční hodnota na principu reprodukčních cen
- Substanční hodnota na principu úspory nákladů
- Likvidační hodnota
- Majetkové ocenění na principu tržních hodnot

(Zdroj: MAŘÍK, 2011, s. 37)

„Majetkový přístup se používá pro zjišťování majetkové podstaty podniku, která je často označována jako substanční hodnota, a to pro všechny varianty majetkového ocenění. Hodnota vzniklá majetkovým oceněním je chápána jako součet individuálně oceněných složek majetku, od kterého je pak odečtena suma individuálně oceněných závazků. Majetkové hodnocení lze členit z hlediska několika kritérií. První kritérium vychází z toho, zda předpokládáme další pokračování oceňovaného subjektu či nikoliv. V případě, tzv. going-concern princip, využíváme majetkové ocenění na principu reprodukčních cen. Pokud nepředpokládáme dlouhodobější existenci podniku, dostáváme se k likvidační hodnotě podniku. Ta je pak rovna hodnotě, kterou získáme, pokud rozprodáme majetek oceňovaného subjektu za aktuální tržní ceny“ (HRDÝ, 2005, s. 13).

Tabulka 2: Přehled tržních metod pro oceňování podniku

Ocenění na základě analýzy trhu (tržní metody)

- Ocenění na základě tržní kapitalizace
- Ocenění na základě srovnatelných podniků
- Ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu
- Ocenění na základě srovnatelných transakcí
- Ocenění na základě odvětvových multiplikátorů

(Zdroj: MAŘÍK, 2011, s. 37)

Skupina metod tržního srovnání je založena na práci s informacemi kapitálového trhu, kdy hodnota podniku je odvozována přímo z aktuálních tržních cen nebo od tržní kapitalizace srovnatelných transakcí podniků kotovaných na kapitálových trzích. Tento postup lze uplatnit pouze tehdy, pokud rozdíly mezi subjekty jsou velmi malé a lze nalézt srovnatelný subjekt (HRDÝ, 2005).

Tabulka 3: Přehled výnosových metod pro oceňování podniku

Ocenění na základě analýzy výnosů (výnosové metody)

- Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)
- Metoda kapitalizovaných čistých výnosů
- Kombinované (korigované) výnosové metody
- Metoda ekonomické přidané hodnoty

(Zdroj: MAŘÍK, 2011, s. 37)

Výnosové ocenění vychází z obecně uznávaného principu, že hodnota každého ekonomického aktiva je rovna současné hodnotě pravidelných budoucích výnosů, které budou plynout majiteli z držení tohoto aktiva. Je to teoreticky nejlepší, ale také nejnáročnější přístup k ocenění jakéhokoliv podnikatelského subjektu jako celku (HRDÝ, 2005).

2 Postup při oceňování podniku

Před zahájením prací na ocenění je nezbytné vyjasnit si, z jakého důvodu bude ocenění prováděno a jaká hodnota by měla být výsledkem ocenění. V obecné rovině doporučuje Mařík (MAŘÍK, 2011, s. 53) následující postup:

„1) Sběr vstupních dat

2) Analýza dat

a) Strategická analýza

b) Finanční analýza pro zjištění finančního zdraví podniku

c) Rozdělení aktiv podniku na provozně nutná a nenutná

d) Analýza a prognóza generátorů hodnoty

e) Orientační ocenění na základě generátorů hodnoty

3) Sestavení finančního plánu

4) Ocenění

a) Volba metody

b) Ocenění podle zvolených metod

c) Souhrnné ocenění“

Při praktickém použití však budou mít jednotlivé kroky různou podobu, hloubku a váhu zejména podle konkrétních metod, které budou použity k vlastnímu ocenění (MAŘÍK, 2011).

2.1 Sběr vstupních dat

Ocenění je především otázkou přiměřených vstupních dat. Východiskem je vždy účel ocenění a hledaná kategorie hodnoty. Potřebné informace můžeme rozdělit do následujících skupin:

1) Základní data o podniku. Zde by to měly být především data identifikující podnik - název, právní forma, IČ; předmět podnikání (třídění např. podle CZ - NACE ²); právní informace o podílech; základní řídicí struktura podniku atd.

2) Ekonomická data. Účetní výkazy (za posledních 3 až 5 let); výroční zprávy; zprávy auditorů; a pokud existují tak také podnikové plány.

² Současný název, dříve používané označení OKEČ (Odvětvová Klasifikace Ekonomických Činností).

3) Relevantní trh. Zde je to vymezení trhu, na kterém se daný podnik pohybuje, dále velikost a vývoj tohoto trhu; segmentace trhu; faktory vývoje trhu.

4) Konkurenti působící na trhu. Hlavní přímí a nepřímí konkurenti a data o nich; možné substituty výrobků nebo produktů oceňovaného podniku; bariéry vstupu do odvětví; poměr sil oceňovaného podniku k dodavatelům a odběratelům.

5) Odbyt a marketing. Data o struktuře odbytu v časových řadách z hlediska - struktury výrobků a odběratelů, územní struktury; hlavní produkty, jejich hodnocení a srovnání s konkurencí; ceny a cenová politika podniku; vývoj a výzkum - výsledky, výdaje, srovnání s konkurencí.

6) Výroba a dodavatelé. Řízení kvality, certifikáty kvality; charakter výroby, úroveň technologie; stav dlouhodobého majetku, dodavatelé - struktura dodávek a dodavatelů; míra závislosti na dodavatelích atd.

7) Pracovníci. Struktura pracovníků, nároky provozu na kvalifikaci; situace na trhu práce; fluktuace pracovníků; produktivita práce a její srovnání s konkurencí; personální náklady atd. (MAŘÍK, 2011).

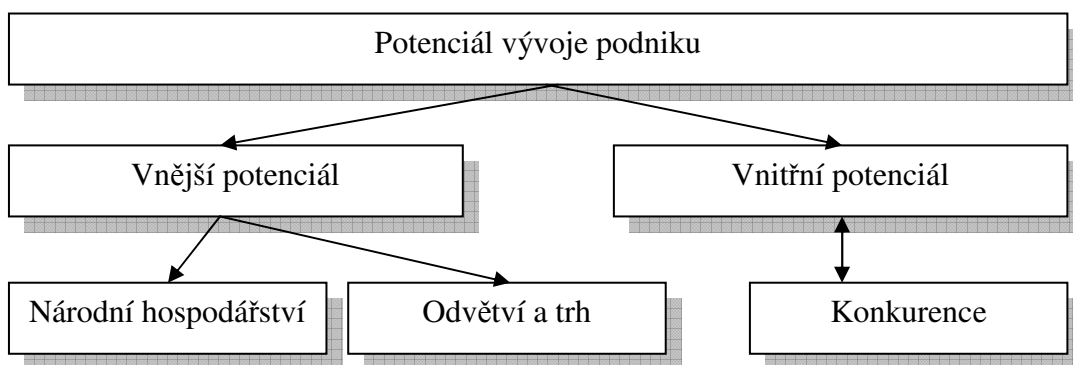
2.2 Strategická analýza

Zpracování strategické analýzy se považuje za nutné bez ohledu na to, jaké metody ocenění budou nakonec použity. Hlavní funkcí této analýzy je vymezit celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku, který je závislý na potenciálu vnějším a na potenciálu vnitřním, kterým oceňovaný podnik disponuje (tamtéž).

Vnější potenciál lze souhrnně kvalitativně vyjádřit šancemi a riziky, které nabízí podnikatelské prostředí (odvětví), na kterém se podnik pohybuje (tamtéž).

Analýza vnitřního potenciálu by nám (oceňovateli) měla vyjádřit, do jaké míry je podnik schopen využít šance vnějšího prostředí a čelit jeho rizikům. Souhrnným vyjádřením vnitřního potenciálu oceňovaného podniku jsou jeho hlavní silné a slabé stránky s důrazem na otázku, zda má či nemá podnik nějakou podstatnou konkurenční výhodu (nevýhodu). Důležitým parametrem analýzy vnitřního potenciálu je tedy analýza konkurence oceňovaného podniku (tamtéž).

Obrázek 1: Analýza vývoje potenciálu podniku



(Zdroj: MAŘÍK, 2011, s. 56)

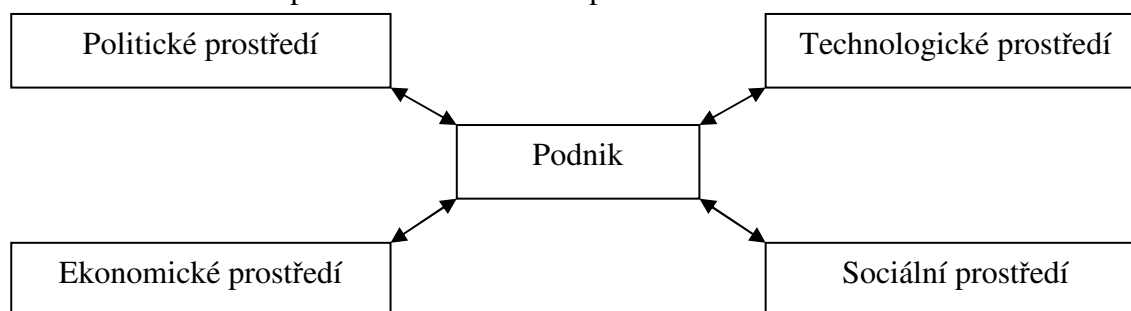
Možný doporučený postup strategické analýzy (MAŘÍK, 2011, s. 58):

- „1. Relevantní trh, jeho analýza a prognóza (analýza vnějšího potenciálu).
2. Analýza konkurence a vnitřního potenciálu podniku.
3. Prognóza tržeb oceňovaného podniku (tento krok je výsledkem předchozích dvou kroků).“

2.2.1 Analýza makroprostředí

Makroekonomické prostředí tvoří pouze jeden ze subsystému celkového prostředí. Vývoj daného prostředí, ve kterém podniky působí, má podstatný vliv na jejich výkonnost. Proto posouzení vývoje podmínek, ve kterých podnik fungoval v minulosti, funguje v současnosti, jakož i prognóza vývoje pomáhají v práci odhadce při posuzování jednak vlastní výkonnosti podniku v minulosti, jednak i v posouzení reálnosti cílů obsažených v podnikatelském záměru (KISLINGEROVÁ, 2001).

Obrázek 2: Postavení podniku v rámci makroprostředí



(Zdroj: KISLINGEROVÁ, 2001, s. 29)

Názory na jednotlivé ukazatele, které je v tomto kontextu důležité sledovat, a jejichž počet se dle jednotlivých autorů liší. V následujícím výběru ukazatelů existuje největší konsensus v teoretické i praktické sféře:

- tempo růstu hrubého domácího produktu,
- fiskální politika státu,
- vývoj peněžní nabídky, vývoj úrokových sazeb,
- vývoj devizových kurzů, vývoj inflace, ekonomické a politické šoky (KISLINGEROVÁ, 2001).

2.2.2 Analýza mikroprostředí

Příslušnost podniku k určitému odvětví je velmi důležitá a identifikace základních znaků dává investorovi přesnější představu o zamýšlené investici. V případě oceňování má proto právě tato analýza mimořádný význam. Jedná se v podstatě o vymezení dvou základních okruhů problémů, a to:

1. Identifikace základních charakteristických znaků odvětví

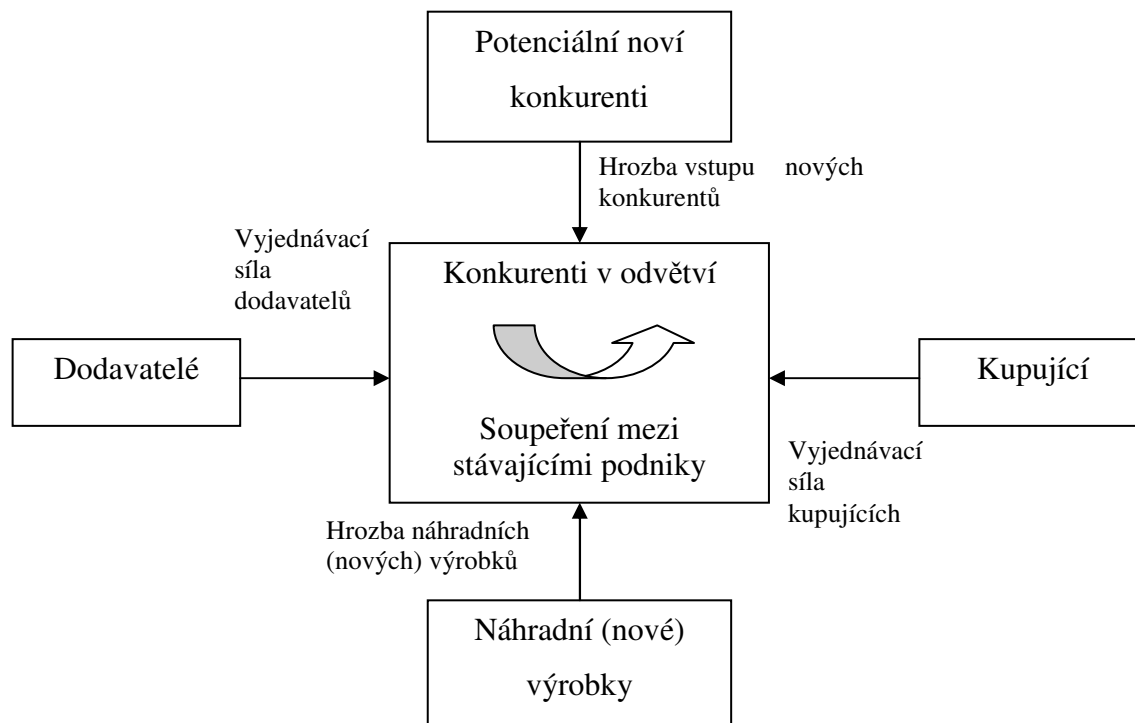
- a) citlivost na změny hospodářského cyklu - ve vazbě na konjunkturální vývoj lze rozlišit odvětví cyklická, neutrální a anticyklická;
- b) míra regulace ze strany státu - ze strany státu může existovat ve vztahu k některým produktům nebo službám cílený přístup (existují regulované ceny - viz cena energie, nájemné apod.), nebo se jedná o bariéry vstupu do odvětví formou udělování licencí státem apod.;
- c) struktura odvětví - zde působí pět dynamických konkurenčních faktorů, ke kterým patří: vstup nových konkurentů (potencionální konkurenti); hrozba nových výrobků a služeb; vyjednávací síla kupujících, vyjednávací síla dodavatelů, rivalita mezi existujícími podniky.

2. Prognóza vývoje odvětví

Východiskem pro prognózu odvětví je historický vývoj, který se soustřeďuje především na porovnání minulého vývoje tržeb, zisků a cen akcií. I když ne ve všech případech se lze spolehnout na minulost, není možné se bez jejího prozkoumání dívat do budoucnosti. Při prognóze je nezbytné především vhodně stanovit délku období, na které lze prognózovat tržby, a správně stanovit

ziskovou volatilitu. V těchto úvahách se musí promítnout i očekávání z hlediska vývoje úrokových měr, devizových kurzů apod. (KISLINGEROVÁ, 2001).

Obrázek 3: Model pěti sil



(Zdroj: PORTER, 1998, s. 4)

Porter stanovil předpoklad, že ziskovost odvětví závisí na pěti dynamických faktorech, které ovlivňují ceny, náklady a potřebné investice firem v daném odvětví. Model je postaven na předpokladu, že strategická pozice podniku působícím v určitém odvětví je určována především působením pěti základních činitelů. Model pěti sil zdůrazňuje všechny základní složky odvětvové struktury, které mohou být v daném odvětví hnací silou konkurence. Tento model patří mezi často používané nástroje analýzy oborového okolí (mikrookolí) podniku (GRASSEOVÁ, 2010).

2.3 Finanční analýza

Finanční analýza patří k základním dovednostem každého finančního manažera. Tvoří každodenní součást jeho práce, neboť závěry a poznatky finanční analýzy slouží jednak pro strategické a taktické rozhodování o investicích a financování, jednak pro reporting vlastníkům a věřitelům a neobejde se bez ní ani ocenění podniku. V oblasti teorie i praxe se vyskytuje velké množství definic finanční analýzy. Například dle

Kislingerové ji lze chápat jako soubor činností, jejichž cílem je zjistit a komplexně vyhodnotit finanční situaci podniku (KISLINGEROVÁ, 2010).

Hrdý, Horová uvádějí, že finanční analýzu lze chápat v užším nebo širším pojetí. „V užším pojetí se jedná o hodnocení současného stavu a minulého vývoje financí podniku, širší pojetí se snaží o předpověď budoucího vývoje financí podniku“ (HRDÝ, HOROVÁ, 2009, s. 118).

Finanční analýza v rámci oceňování podniku má dva základní úkoly:

1. posoudit finanční zdraví podniku,
2. vytvořit základ pro stanovení finančního plánu (HRDÝ, 2005).

V první, výše zmíněné funkci, hledáme odpověď na otázku, jaká je finanční situace podniku k datu ocenění, jaký byl její historický vývoj, a co lze očekávat pro nejbližší budoucnost. Ve funkci druhé považujeme finanční analýzu za nástroj, který nám umožní vytěžit z minulého vývoje co nejvíce poznatků pro plánování hlavních finančních veličin. Tomuto úkolu bude věnovaná samostatná kapitola v rámci prognózy generátorů hodnoty (MAŘÍK, 2011).

Finanční analýza se opírá převážně o informace, které čerpá z účetní závěrky podniku. Obsah účetní závěrky je závazně upraven Zákonem č. 563/1991 Sb., o účetnictví. Účetní závěrku dle tohoto zákona tvoří podle § 18 odst. (1):

- rozvaha (balance),
- výkaz zisku a ztráty,
- příloha.

Zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví v § 18 odst. (1) dále uvádí, že: „účetní závěrka může obsahovat i přehled o peněžních tocích nebo přehled o změnách vlastního kapitálu. Vybrané účetní jednotky sestavují přehled o peněžních tocích a o změnách vlastního kapitálu vždy, pokud k rozvahovému dni a za bezprostředně předcházející účetní období splní obě kritéria uvedená v § 20 odst. 1 písmeno a) bodech 1 a 2.“ Mezi tyto kritéria dle § 20 odst. (1) písmeno a) uvedeného zákona patří: bod 1 - aktiva celkem (brutto) více než 40 000 000 Kč, bod 2 - roční úhrn čistého obrátu (tzn. výše výnosů -

prodejní slevy) více než 80 000 000 Kč. Vybranými účetními jednotkami jsou myšleny dle odst. 1 písmeno a) akciové společnosti.

2.3.1 Analýza účetních výkazů

Oceňovatel se při ocenění většinou spoléhá na závěry auditora. Pokud oceňuje podnik, který nemá ze zákona povinnost nechat si účetní závěrku ověřit auditorem, je třeba, aby si oceňovatel alespoň orientačně prověřil stav účetnictví sám. Zároveň se musí zajímat o všechny podstatné informace, které nejsou z různých důvodů ve výkazech uvedeny (MAŘÍK, 2011).

Rozvaha

Účetní výkaz rozvaha podává celkový písemný přehled o aktivech (majetku) a pasivech (zdroje financování majetku) podniku k určitému okamžiku. Je důležité mít k dispozici rozvahy za více období, aby bylo možné posuzovat tendence, které se zde projevují. Ve stručnosti lze říci, že oceňovatele bude zajímat především:

- stav a vývoj bilanční sumy;
- struktura aktiv, její vývoj a přiměřenost velikosti jednotlivých složek;
- struktura pasiv a její vývoj s důrazem na podíl vlastního kapitálu, bankovních a dodavatelských úvěrů;
- relace mezi složkami aktiv a pasiv například: velikost dlouhodobého majetku a dlouhodobých pasiv; velikost dlouhodobého majetku a vlastního kapitálu; velikost oběžných aktiv a krátkodobých cizích pasiv apod.

Dále je důležité prozkoumat věci, které v rozvaze uváděny nebývají a znát tzv. účetní politiku firmy. V jejím rámci se jedná zejména o: účetní a daňové metody odepisování; politiku v oblasti tvorby opravných položek a rezerv; politiku v oblasti oceňování zásob apod. (tamtéž).

Výkaz zisku a ztráty

U výkazu zisku a ztráty je opět vhodné prozkoumat strukturu a dynamiku jednotlivých položek. Na nejvýznamnější složky tohoto výkazu, které nejvíce ovlivnily výsledek hospodaření, by měla být zaměřena větší pozornost. Dále je důležité zkoumat nejen celkový výsledek hospodaření a jeho základní faktory, ale i dílčí výsledky hospodaření, mezi které patří provozní výsledek hospodaření (považován za nejdůležitější, jelikož

jeho vývoj odráží jádro ekonomiky oceňovaného podniku) a finanční výsledek hospodaření (odráží jednak způsob financování podniku a jednak politiku v oblasti finančních investic a finančního majetku). Do vykazování výsledků hospodaření se také silně promítá účetní politika společnosti (způsoby odepisování, tvorba a čerpání rezerv, oceňování zásob apod.). Obecně lze předpokládat snahu o tlumení zisků v úspěšných obdobích a naopak rozpouštění tichých rezerv v dobách recese (MAŘÍK, 2011).

Přehled o peněžních tocích

Výkaz peněžních toků (dále je cash flow) je svým způsobem nejdůležitější pro posouzení skutečné finanční situace. Tento výkaz podává souhrnný přehled o tom, jak podnik v daném období peníze získával a nač je používal. Část výkazu týkající se provozní činnosti nám umožňuje zjistit, do jaké míry výsledek hospodaření za běžnou činnost odpovídá skutečně vydělaným penězům. Druhá část výkazu - peněžní toky z investiční činnosti, zachycuje nejen výdaje na pořízení investičního majetku a jejich strukturu, ale také tzv. desinvestice (příjmy z prodeje investičního majetku). Pro hodnocení vnějšího financování je významná část třetí, tedy finanční cash flow. Sem patří zejména: splácení dřívějších a přijímání nových úvěrů; peněžní toky související s pohybem vlastního kapitálu např. výplaty dividend. Saldo provozních, investičních a finančních toků tvoří dohromady celkový peněžní tok, který by se měl rovnat rozdílu mezi počátečním a konečným stavem peněžních prostředků (tamtéž).

Výkaz cash flow může být sestaven metodou přímou (rozdíl příjmů a výdajů) nebo metodou nepřímou, která v prostředí České republiky převažuje. U nepřímé metody se vychází z výsledku hospodaření, který se upravuje o rozdíly mezi náklady a výdaji a mezi výnosy a příjmy. Náklad se liší od výdaje proto, že úhrada (výdaj) se může uskutečnit v jiném časovém okamžiku než spotřeba (náklad). U výnosů a příjmů to platí obdobně. Výnos vznikne odesláním zboží, úhrada (příjem) se opět může uskutečnit v jiném časovém okamžiku (MLČOCH, 1998).

2.3.2 Analýza absolutních ukazatelů

Tyto ukazatele se využívají zejména k analýze trendů (srovnání vývoje časových řad - horizontální analýza) a k procentnímu rozboru komponent (jednotlivé složky výkazu se vyjádří jako procentní podíly těchto komponent - vertikální analýza). Horizontální analýza tedy sleduje vývoj zkoumané veličiny v čase, nejčastěji k nějakému minulému

období. Vertikální analýza sleduje strukturu finančního výkazu vztaženou k nějaké smysluplné veličině, pro rozvahu je to např. celková bilanční suma a pro rozbor výkazu zisku a ztráty velikost celkových výnosů nebo nákladů (KNÁPKOVÁ, PAVELKOVÁ, 2010).

$$\text{Absolutní změna} = \text{Ukazatel}_t - \text{Ukazatel}_{t-1}$$

$$\text{Procentní změna} = (\text{Absolutní změna} * 100) / \text{Ukazatel}_{t-1}$$

2.3.2 Analýza poměrových ukazatelů

V účetních výkazech jsou uvedeny absolutní hodnoty jednotlivých položek. K tomu, aby bylo možno analyzovat vzájemné vazby a souvislosti mezi ukazateli, dává poměrová analýza do „poměru“ položky mezi sebou. Postupy této analýzy se nejčastěji shrnují do několika skupin ukazatelů, mezi které patří:

- ukazatele rentability - v praxi patří k nejsledovanějším ukazatelům vzhledem k tomu, že informují o efektu, jakého bylo dosaženo vloženým kapitálem;
- ukazatele aktivity - tato skupina ukazatelů se snaží změřit, jak úspěšně využívá management podniku aktiva;
- ukazatele zadluženosti - tyto ukazatele sledují vztah mezi cizími a vlastními zdroji daného podniku;
- ukazatele likvidity - hodnotí, zda je podnik schopen v čas a v daném rozsahu dostát svým závazkům;
- ukazatele produktivity práce - zachycují výkonnost podniku ve vztahu k nákladům na zaměstnance;
- ukazatele kapitálového trhu - zachycují hodnocení společnosti trhem (KISLINGEROVÁ, 2005).

Ukazatele rentability (Výnosnosti)

ROE (Rentabilita vlastního kapitálu) = Výsledek hospodaření po dani / Vlastní kapitál

ROA (Rentabilita celkového kapitálu) = Výsledek hospodaření před zdaněním / Celkový kapitál

Zisková marže = Výsledek hospodaření po dani / Čisté tržby

Ukazatele aktivity

Počet obrátů aktiv celkem za rok = Roční tržby / Aktiva celkem

Doba obratu zásob = Zásoby / Průměrné denní tržby

Průměrná doba splacení pohledávek = Pohledávky z obchodního styku / průměrné denní tržby

Průměrná doba splacení závazků = Závazky z obchodního styku / průměrná denní hodnota nákupu

Ukazatele zadluženosti (dlouhodobé finanční rovnováhy)

Doba splacení dluhů = (Cizí kapitál - Peněžní prostředky) / provozní cash flow

Krytí fixních plateb = (Zisk před úroky a zdaněními + Leasingové splátky) / (Placené úroky + Leasingové splátky)

Úrokové krytí = Zisk před úroky a zdaněními / Placené úroky

Ukazatele likvidity

Likvidita 1. stupně (pohotová) = Finanční majetek / krátkodobé závazky

Likvidita 2. stupně (rychlá) = (Krátkodobé pohledávky + Finanční majetek) / Krátkodobé závazky

Likvidita 3. stupně (běžná) = Krátkodobý oběžný majetek / krátkodobé závazky

Závěry ohledně vypovídací schopnosti poměrových ukazatelů lze shrnout do několika následujících bodů. Za prvé je téměř vyloučené, aby podnik byl mimořádně dobrý ve všech ukazatelích. Nejčastěji se různým způsobem kombinují dobré a horší výsledky v různých oblastech. Za druhé vypočtená hodnota ukazatele nic nevypovídá o tom, zda je situace v podniku v dané chvíli dobrá nebo ne (příklad: vysoká hodnota ukazatele běžné likvidity může znamenat jednak vysokou likviditu, ale jednak také velký rozsah nesplacených pohledávek). Za třetí poměrové ukazatele lze účelně vylepšovat a to díky statické povaze primárních zdrojů výpočtu (RŮČKOVÁ, 2011).

2.4 Rozdělení aktiv podniku na provozně nutná a nenutná

U většiny metod pro oceňování podniku by měla platit zásada, že pokud je to jen trochu možné, mělo by být rozdělení aktiv oceňovaného podniku na provozně nutná a nenutná provedeno. Zároveň s tím by měly být z výnosů a nákladů vyřazeny výnosy a náklady související s těmito provozně nenutnými aktivy. V této zásadě se shodují prakticky

všechny zahraniční publikace týkající se oceňování podniku. Jedním z důvodů tohoto rozčlenění je skutečnost, že k ocenění obou skupin aktiv budeme často přistupovat odlišně a použijeme tedy i jiné metody. Provozně potřebná aktiva budeme oceňovat například výnosově na základě výnosů, které z využívání těchto aktiv podniku plynou. U aktiv nesloužících k hlavní podnikatelské činnosti platí, že by měla být oceňována samostatně. Většinou předpokládáme, že by racionální vlastník mohl takováto aktiva prodat nebo zlikvidovat, případně pronajmout (MAŘÍK, 2011).

2.5 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Generátory hodnoty představují soubor několika základních podnikohospodářských veličin, které ve svém souhrnu určují hodnotu podniku. Generátory hodnoty se obvykle vyvozují v návaznosti na konkrétní přístup k ocenění podniku. Nejčastěji je tímto východiskem metoda diskontovaných peněžních toků (tamtéž).

Mezi generátory hodnoty patří:

a) Tržby

Výsledkem strategické analýzy by měla být projekce budoucích tržeb, ale tento výsledek nemusí být definitivní. Je totiž odpovědí na otázku, kolik bychom mohli prodat s ohledem na pravděpodobný vývoj tržních podmínek. Tato prognóza může být korigována, zejména pro nejbližší období kapacitními možnostmi podniku (tamtéž).

b) Provozní zisková marže

V pořadí druhý generátor hodnoty, který je významný pro výsledné ocenění. Provozní ziskovou marži definujeme jako poměr korigovaného provozního výsledku hospodaření před daněmi (dále jen KPVH) a tržeb:

$$\text{Provozní zisková marže} = \text{KPVH} / \text{Tržby}$$

Rozlišujeme dva přístupy prognózování tohoto klíčového generátoru a za nejvhodnější se považuje zpracování dvou nezávislých prognóz ziskové marže, které nazýváme jako prognóza shora a prognóza zdola (tamtéž).

c) Intenzita konkurence

V tomto případě se vychází z obecného požadavku, že je to především intenzita konkurence, která zásadním způsobem ovlivňuje ziskovost určitého oboru podnikání.

Nárůst intenzity konkurence bývá důležitou příčinou vzniku podnikových krizí a prověrkou úrovně jejich managementu. Dále pak z modelu, který uvedl Porter. Z daného modulu se dá vyvodit, že pro přidanou hodnotu není ani tak rozhodující faktická výkonnost podniku, ale spíše jeho ekonomická síla ve vztahu k dodavatelům a odběratelům (MAŘÍK, 2011).

d) Pracovní kapitál

Pro potřeby ocenění podniku používáme lehce modifikovaný pracovní kapitál. Oproti původnímu tvaru ukazatele (Pracovní kapitál = Oběžná aktiva - Krátkodobý cizí kapitál), je výpočet upraveného pracovního kapitálu následující (MUSIL, 2013):

Krátkodobý finanční majetek
+ Zásoby
+ Pohledávky
- Neúročené závazky
+ Ostatní aktiva (časové rozlišení aktiv)
- Ostatní pasiva (časové rozlišení pasiv)
= Pracovní kapitál

e) Investice do dlouhodobého majetku

Tento poslední generátor hodnoty je nejobtížnější částí analýzy generátorů hodnoty, a to z následujících důvodů:

- Investice se zpravidla nevyvíjejí plynulým způsobem (obtížnější použití extrapolace).
- Investice se stávají stále více nezbytnou podmínkou přežití podniku v dnešním konkurenčním světě. Podnik dlouhodobě přežije, pokud si vydělá na nutné investice (včetně investic do výzkumu a vývoje a investic do lidského kapitálu).

Přístup k plánování investiční náročnosti lze rozdělit do tří variant:

1. globální přístup,
2. přístup podle hlavních položek,
3. přístup založený na odpisech (MAŘÍK, 2011).

První globální přístup je vhodný v případech, kdy investice do dlouhodobého majetku (provozně nutného) mají do značné míry průběžný charakter. Zde přichází mimo jiné v úvahu výpočet koeficientu jako prostého podílu dlouhodobého majetku na tržbách:

$$k_{DM} = \text{Provozně nutný dlouhodobý majetek} / \text{Tržby}$$

Koeficient by měl být počítán za co nejdelší časové období a nejen za oceňovaný podnik, ale i za konkurenční podniky. Druhý přístup je použitelný zpravidla pro nejbližší léta a vychází se z konkrétních podnikových investičních plánů zahrnujících především jednotlivé akce a projekty. Ve třetím přístupu se vychází z předpokladu, že investice pod úrovní odpisů, které jsou ještě navíc propočteny z historických cen, budou u většiny podniků sotva stačit k dlouhodobému přežití nebo dokonce k růstu. V tomto případě se opět vychází z investičních plánů daného podniku (MAŘÍK, 2011).

2.6 Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty

Na základě analýzy generátorů hodnoty lze tyto generátory přímo použít k prvnímu odhadu hodnoty podniku. Toto ocenění je založeno na principu peněžních toků. Volné peněžní toky (FCF) pro jednotlivé roky můžeme vyjádřit následující rovnicí (MAŘÍK, 2011):

$$FCF_t = X_{t-1} \times (1 + g) \times r_{ZPx} \times (1 - d) - X_{t-1} \times g \times (k_{WC} + k_{DMn})$$

neboli: FCF_t = Korigovaný provozní zisk po dani - Přírůstek pracovního kapitálu a dlouhodobého majetku,

kde: FCF - volný peněžní tok,

X - velikost tržeb za zboží a vlastní výrobky,

g - tempo růstu tržeb,

r_{ZPx} - provozní zisková marže propočtená z korigovaného výsledku hospodaření,

d - sazba daně z korigovaného výsledku hospodaření,

k_{WC} - koeficient náročnosti růstu tržeb na růst dlouhodobého majetku,

k_{DMn} - koeficient náročnosti růstu tržeb na růst dlouhodobého majetku,

t - rok.

Pro odhad výnosové hodnoty podniku jako celku (H_b) můžeme využít následující vzorec:

$$H_b = \frac{[X_{t-1} \times (1 + g) \times r_{ZPx} \times (1 - d) - X_{t-1} \times g \times (k_{WC} + k_{DMn})]}{(i_k - g)}$$

kde: i_k - předběžně odhadnutá diskontní míra (kalkulovaná úroková míra) (MAŘÍK, 2011).

2.7 Sestavení finančního plánu

Podnikatelský plán tvoří jeden z nejvýznamnějších podkladů při aplikaci výnosových metod. V případě, že odhadce pracuje s těmito metodami, pak je pro něho nezbytné, aby sestavil kompletní finanční plán. Tento plán se obvykle skládá z hlavních finančních výkazů (rozvaha, výkaz zisku a ztráty, výkaz cash flow). Plánování je komplexní rozhodovací proces, na jehož konci stojí návrh, hodnocení a výběr cílů. Východiskem plánování je především analýza finanční situace a hospodářských výsledků. Při vypracování plánu je však nezbytné zohledňovat nejen minulost podniku, ale především aktuální a budoucí podmínky pro fungování podniku, tedy měnící se makro a mikroklima (KISLINGEROVÁ, 2001).

„Finanční plán podniku je specifickou formou podnikatelského záměru, který se formuluje zpravidla na běžný obchodní rok s výhledem na další jeden až tři roky“ (KISLINGEROVÁ, 2010, s. 132).

Formulace finančního plánu na běžný obchodní rok s výhledem na další jeden až tři roky je dostačující pro finanční řízení podniku, ale ne pro účely ocenění. V současné praxi v evropských zemích často převládá opatrnost a finanční plánování (první fáze) je omezována na 3 až 6 let. Američtí autoři naproti tomu doporučují neobávat se plánovat na delší dobu 8 až 15 let. V praxi bude volba záviset na konkrétních podmínkách. V naší situaci však budou dlouhodobější plány nutně zatíženy ve většině případů značným rizikem. Praktické doporučení zní: pět až sedm let (MAŘÍK, 2011).

Finanční plán vychází z dílčích plánů, mezi které patří především plán prodeje, plán produkce, plán kapacit (plán investic, pracovního kapitálu, údržby a obnovy, odpisů), plán pracovních sil apod., (tamtéž).

Východiskem finančního plánu je plán tržeb. Nejjednodušší a poměrně rozšířenou metodou plánování je metoda procentního podílu na tržbách, která vychází z předpokladu stabilního poměru mezi tržbami a jednotlivými položkami nákladů a rozvahy. Tento předpoklad ale platí omezeně, protože dlouhodobý majetek i dlouhodobé zdroje se nemění proporcionálně v závislosti na vývoji tržeb, ale v závislosti na dlouhodobém investování. Proportionální vztah přichází v úvahu k oběžným a krátkodobým zdrojům financování. Plánované hodnoty těchto položek se tedy stanoví jako součin odpovídajících procentních poměrů a velikosti tržeb v plánovaném období. Druhou možností stanovení plánovaných položek je metoda ukazatelů doby obratu. Tato metoda využívá vztahy z finanční analýzy mezi tržbami a položkami oběžného majetku, případně krátkodobých závazků, označované jako ukazatele aktivity. Ukazatele doby obratu vyjadřují ve dnech, za jakou dobu se v průměru příslušná složka majetku vrátí v tržbách. Použití je stejné jako u metody procentního podílu na tržbách, pouze se vychází z jiných poměrových ukazatelů (KORÁB; PETERKA; REŽŇÁKOVÁ, 2007).

K plánování dlouhodobých položek rozvahy je potřebné formalizovat ekonomické procesy prostřednictvím matematických výpočtů. Hodnota dlouhodobého majetku se meziročně snižuje o výši odpisů, hodnotu odprodaného dlouhodobého majetku a na druhé straně se navyšuje o investice. Z uvedeného vyplývá matematický vztah, který je možné použít k plánování položek dlouhodobého majetku v rozvaze (KORÁB; PETERKA; REŽŇÁKOVÁ, 2007):

$$DM_{i+1} = DM_i - O_{i+1} - TDM_{i+1} + I_{i+1}$$

kde: DM_{i+1} – hodnota dlouhodobého majetku na konci plánovaného období,
 DM_i – hodnota dlouhodobého majetku na konci předešlého období,
 O_{i+1} – hodnota odpisů v plánovaném období,
 TDM_{i+1} – hodnota dlouhodobého majetku v zůstatkových cenách odprodaného v období $(i + 1)$,
 I_{i+1} – hodnota investic uvedených do provozu v pořizovacích cenách v období $(i + 1)$.

Obdobné je to u položek vlastního kapitálu, kde je nutné si uvědomit vztah mezi vytvořeným výsledkem hospodaření a nerozděleným výsledkem hospodaření minulých let. Vytvořený zisk se používá na přídělky do fondů ze zisku, dále lze použít na výplatu podílů (dividend) a zbytek zůstává v podniku pro financování další činnosti, zejména k investování. O tuto zbytkovou hodnotu se v dalším období navyšuje nerozdělený výsledek hospodaření minulých let. Odvozený matematický vztah (KORÁB; PETERKA; REŽŇÁKOVÁ, 2007):

$$NZ_{i+1} = NZ_i + Z_i - (FZ_{i+1} - FZ_i) - P_{i+1}$$

kde: NZ_{i+1} – nerozdělený zisk / ztráta v plánovaném období, tj. v období $(i + 1)$,
 NZ_i – nerozdělený zisk / ztráta v předešlém období, tj. v období i ,
 Z_i – zisk / ztráta vytvořené v minulém období,
 FZ_{i+1} – fondy ze zisku v období $(i + 1)$,
 FZ_i – fondy ze zisku v období i ,
 P_{i+1} – výše vyplacených podílů (dividend) ze zisku za rok i , vyplacených v roce $(i + 1)$.

Metoda procentního podílu a metoda ukazatelů obratu nejsou použitelné pro plánování peněžních toků (plán cash flow). Tento plán podrobněji zdůvodňuje potřebu externího financování a ukazuje na možnosti splácení dluhů. V ročním plánu se sestavuje nepřímou metodou a zabezpečuje provázanost plánové rozvahy, plánu nákladů, výnosů a tvorby zisku s pohybem peněz. Při sestavování tohoto plánu se vychází z: disponibilního krátkodobého finančního majetku na konci předešlého období, zisku / ztráty po zdanění plánovaného období a odpisů plánovaného období. Další položky plánu cash flow se doplňují jako změna stavu rozvahových položek z plánové rozvahy (období $i + 1$) a rozvahy předcházejícího roku (KORÁB; PETERKA; REŽŇÁKOVÁ, 2007).

V rámci ocenění podniku je tedy především důležité sestavit plánovanou rozvalu a výsledovku, jelikož výkaz cash flow se přímo počítá ze změn provedených v těchto výkazech. V případě, že oceňovatel provádí ocenění podniku na základě spolupráce s managementem oceňovaného podniku, může částečně využít plánu připraveného podnikem (nebezpečné automatické přebírání plánu od managementu, jelikož tento plán

je připraven z jednoho úhlu pohledu). V případě ocenění pro externí subjekt bez vědomí současného vlastníka či manažerů podniku, musí oceňovatel sestavit finanční plán samostatně pouze na základě externích zdrojů. V tomto případě se vychází z informací, které poskytla strategická a finanční analýza (BOBEK, 2011).

2.8 Výnosové metody ocenění

Teoreticky nejsprávnější metodou ocenění podniku je výnosové ocenění, z důvodu bezprostřední odpovědi na otázku hodnoty podniku. Při hledání tržní hodnoty musíme klást otázku, jaké výnosy u oceňovaného podniku očekává příslušný trh. Tyto obecně očekávané výnosy pak také diskontujeme diskontní mírou na úrovni výnosnosti požadované trhem, tj. jakýmsi průměrným investorem. Při investičním (subjektivním) oceňování zjišťujeme, jaké výnosy očekává konkrétní subjekt a diskontujeme je požadovanou výnosností tohoto konkrétního investora (MAŘÍK, 1998). „U objektivizovaného ocenění by se mělo jednat o výnosy, které budou dosaženy z dnešního hlediska s vysokou pravděpodobností, tj. pouze ty růstové příležitosti, které se k datu ocenění jeví jako nesporné a doložitelné, a to při zachování dosavadního konceptu podniku, stávajícího vedení podniku a dosavadního způsobu financování“ (MAŘÍK, 2011, s. 163).

2.8.1 Ocenění na základě analýzy výnosů

Při ocenění na základě analýzy výnosů vychází z poznatku, že hodnota podniku je určena současnou hodnotou budoucích výnosů. Za výnos je dle teorie oceňování nejsprávnější považovat konkrétně peněžní příjmy plynoucí z oceňovaného podniku jeho držiteli. Je však možné jako základ ocenění použít i jinak chápané výnosy. Podle toho, jakou veličinu budeme konkrétně pod těmito výnosy uvažovat, rozlišujeme pak jednotlivé výnosové metody pro ocenění podniku. Existují tyto základní výnosové metody:

- metoda diskontovaného peněžního toku (dále jen DCF),
- metoda kapitalizovaných čistých výnosů,
- metoda ekonomické přidané hodnoty (dále jen EVA),
- metody kombinované (korigované), které kombinují výnosové ocenění s oceněním majetkovým (MAŘÍK, 2011).

Jelikož pro ocenění akciové společnosti ŽĎAS bude využita pouze metoda DCF a metoda přidané ekonomické hodnoty EVA, která je principiálně podobná modelu DCF, budou dále popsány pouze tyto metody.

2.8.2 Metoda diskontovaného peněžního toku

Metoda DCF se může vyskytovat ve více variantách:

- metoda entity (entity = označuje podnik jako celek),
- metody equity (equity = vlastní kapitál),
- metoda APV (APV = upravená současná hodnota).

Při použití první zmíněné metody je výpočet rozdělen do dvou kroků. Nejprve diskontováním peněžních toků, které byly k dispozici jak pro vlastníky, tak pro věřitele získáme hodnotu podniku jako celku (H_b – hodnota brutto). Ve druhém kroku od této hodnoty odečteme hodnotu úročeného cizího kapitálu (ke dni ocenění) čímž získáme hodnotu vlastního kapitálu (H_n – netto hodnota) (MAŘÍK, 2011).

Metoda DCF equity vychází z peněžních toků, které jsou k dispozici pouze vlastníkům podniku. Jejich diskontováním získáme přímo hodnotu vlastního kapitálu (H_n) (tamtéž).

Metoda DCF APV také dělí výpočet do dvou kroků. V prvním se zjišťuje hodnota podniku jako celku (H_b), ale v tomto případě jako součet položek: hodnoty podniku za předpokladu nulového zadlužení a současné hodnoty daňových úspor z úroků. Ve druhém kroku se pak odečte hodnota úročeného cizího kapitálu a výsledkem je netto hodnota (tamtéž).

2.8.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty

U metody EVA opět můžeme hovořit o třech základních metodách:

- metoda entity (tj. metoda brutto),
- metoda equity (tj. metoda netto),
- metoda APV (upravená současná hodnota).

Postup výpočtu je stejný jako u metody DCF. Metoda EVA ve variantě entity, stejně jako metoda DCF ve variantě entity, která bude použita pro ocenění zvolené firmy, dělí výpočet do dvou kroků. V prvním kroku vypočítáme hodnotu aktiv, tj. hodnotu pro

vlastníky i věřitele a následným odečtením cizího kapitálu získáme ocenění podniku pouze pro vlastníky (MAŘÍKOVÁ; MAŘÍK, 2001).

2.8.4 Diskontní míra pro metodu DCF a metodu EVA

Diskontní míra, někdy označovaná také jako kalkulovaná úroková míra, je nástroj, pomocí kterého se zpravidla do hodnoty podniku promítá faktor času a faktor rizika. Diskontní míra představuje z pohledu investora požadovanou výnosnost v relaci k riziku vložené investice. Z pohledu podniku pak tatáž veličina představuje náklady na kapitál, který investoři poskytnou (MAŘÍKOVÁ; MAŘÍK, 2008).

Volba konkrétního postupu pro stanovení diskontní míry závisí na tom, jakou použijeme variantu metody DCF. Použijeme-li ocenění na bázi:

- *„DCF entity (vycházíme z peněžních toků do firmy, tj. pro vlastníky a věřitele), pak je třeba stanovit diskontní míru na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC),*
- *DCF equity (vycházíme z peněžních toků pro vlastníky - FCFE), pak je diskontní míra dána odhadem nákladů na vlastní kapitál při konkrétní úrovni zadlužení,*
- *DCF APV (vycházíme z peněžních toků pro firmu se zvlášť vyčleněnou hodnotou daňového štítu), pak:*
 - *pro určení hodnoty firmy použijeme diskontní míru na úrovni nákladů vlastního kapitálu při nulovém zadlužení,*
 - *určujeme-li hodnotu daňového štítu z ročních daňových úspor, diskontujeme daňové úspory úrokovou mírou odpovídající nákladům cizího kapitálu“*
(MAŘÍK, 2011, s. 206).

EVA představuje ve své podstatě ekonomický (mimořádný) zisk, který podnik vytvoří po úhradě všech nákladů včetně nákladů na kapitál (cizího i vlastního v podobě nákladu obětované příležitosti). Z uvedeného je patrné, že pro metodu entity je třeba stanovit diskontní míru na úrovni WACC – průměrných vážených nákladů kapitálu (PAVELKOVÁ; KNÁPKOVÁ, 2012).

2.8.5 Vztah mezi oceněním pomocí metody DCF a metodou EVA

V tomto případě jde o problém vztahu mezi oceněním na bázi peněžních toků (DCF) a na bázi ekonomické přidané hodnoty (EVA). Tyto metody, jak je uvedeno

v předcházejícím textu, jsou principiálně podobné a platí, že obě metody dávají stejný výsledek při dodržení jistých podmínek. Tyto podmínky jsou:

- v obou metodách jsou použity stejné průměrné vážené náklady kapitálu;
- je použit stejný zisk, tj. výpočet volných peněžních toků u metody DCF nevychází z účetního provozního zisku, ale z NOPAT;
- investovaný provozně nutný kapitál u metody DCF je stejný jako NOA u metody EVA (MAŘÍK, 2011).

2.8.6 WACC výpočet průměrných vážených nákladů kapitálu

Obecný vzorec pro průměrné vážené náklady kapitálu je:

$$WACC = n_{CK} \times (1 - d) \times \frac{CK}{K} + n_{VK} \times \frac{VK}{K}$$

kde: WACC jsou průměrné vážené náklady kapitálu

n_{CK} – očekávaná výnosnost do doby splatnosti u cizího kapitálu vloženého do podniku (náklady na cizí kapitál),

d – sazba daně z příjmu,

CK – tržní hodnota cizího kapitálu (pouze úročeného) vloženého do podniku,

K – tržní hodnota celkového investovaného kapitálu ($K = VK + CK$),

VK – tržní hodnota vlastního kapitálu,

n_{VK} – očekávaná výnosnost vlastního kapitálu oceňovaného podniku (náklady na vlastní kapitál) při dané úrovni zadlužení podniku (KISLINGEROVÁ, 2010).

Cizí kapitál může zahrnovat všechny možné složky např. bankovní úvěry, obligace všeho druhu, leasingové financování, jiné druhy úvěrů. Do cizího kapitálu se však v tomto případě nezahrnují neúročená pasiva, jako jsou např. závazky vůči dodavatelům. Předpokládá se, že platby za tyto závazky jsou obsaženy v provozních peněžních tocích tzn., že jsou částí placených cen (MAŘÍKOVÁ; MAŘÍK, 2008).

Určení nákladů na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál propočteme jako vážený průměr z efektivních úrokových sazeb, které podnik platí z nejrůznějších forem cizího kapitálu nebo postupem alternativním založeným na tržních datech. Pro výpočet efektivní úrokové míry platí základní vzorec:

$$D = \sum_{t=1}^n \frac{U_t(1-d) + S_t}{(1-i)^t}$$

kde: D – čistá částka peněz získaná výpůjčkou,
 U_t – úrokové platby,
d – sazba daně z příjmů,
 S_t – splátka dluhu za dohodnutý časový interval,
n – počet období, kdy jsou prováděny platby z dluhu,
i – hledaná úroková míra, pro kterou je rovnice splněna a která vyjadřuje výši efektivního úroku (MAŘÍKOVÁ; MAŘÍK, 2008).

Dle alternativního způsobu výpočtu: $n_{CK} = r_f + RP$

kde: n_{CK} – náklady cizího kapitálu
 r_f – bezriziková výnosová míra na úrovni státních dluhopisů s obdobnou dobou splatnosti, jako má posuzovaný dluh,
RP – riziková přírážka pro cizí kapitál stanovená dle ratingu daného dluhu (MAŘÍK, 2011).

Určení nákladů na vlastní kapitál

Náklad na vlastní kapitál lze určit např. pomocí modelu oceňování kapitálových aktiv (dále jen CAPM). Mezi důležité prvky modelu CAPM patří tzv. přímka cenných papírů, která odvozuje střední očekávanou výnosnost cenného papíru od očekávané bezrizikové výnosnosti a průměrné premie za riziko na kapitálovém trhu. Podle tohoto vztahu pro očekávanou průměrnou výnosnost cenného papíru A platí (MAŘÍKOVÁ; MAŘÍK, 2008):

$$E(R_A) = r_f + \underbrace{[E(R_m) - r_f]}_{\text{Prémie za tržní riziko}} \times \beta_A$$

kde: $E(R_A)$ – střední očekávaná výnosnost cenného papíru A (především akcie),
 r_f – bezriziková výnosnost,
 $E(R_m)$ – střední očekávaná výnosnost kapitálového trhu (tzv. tržního portfolia),
 β_A – koeficient beta cenného papíru A.

„Očekávaná výnosnost z akcie je zároveň z pohledu podniku nákladem na vlastní kapitál. Očekávaná výnosnost cenného papíru A tedy závisí na bezrizikové úrokové míře, prémii za tržní riziko a faktoru β_A . Beta je zde jediný faktor, který se váže ke konkrétnímu podniku. Výsledná očekávaná výnosnost (vyjádřená v procentech) je pak použita jako hledaný náklad vlastního kapitálu“ (MAŘÍKOVÁ; MAŘÍK, 2008, s. 115).

Alternativou k tomuto modelu je stavebnicová metoda uplatňovaná MPO České republiky. Propočet je založen na rovnici:

$$r_e = r_f + r_{LA} + r_{podnikatelské} + r_{finstab} + r_{finstr}$$

kde: r_e – náklady na vlastní kapitál,
 r_f – bezriziková míra výnosu,
 r_{LA} – přírážka za velikost podniku,
 $r_{podnikatelské}$ – přírážka za produkční sílu,
 $r_{finstab}$ – přírážka za finanční stabilitu,
 r_{finstr} – přírážka za riziko dělení produkční síly.

Výpočet jednotlivých parametrů je podrobně uveden na stránkách Ministerstva průmyslu a obchodu ČR (MPO, 2014, [online], [cit. 2014-11-5]).

2.8.7 Peněžní toky pro metodu DCF entity

V běžném finančním plánu máme k dispozici prognózy cash flow na úrovni: provozního, investičního, finančního a celkového. Pro potřeby oceňování však není žádná z těchto variant přímo použitelná. V tomto případě je třeba určit, kolik peněz je možno z podniku odebrat bez narušení jeho další existence. Východiskem je produkce peněz v podniku (provozní peněžní tok). Dále je třeba odečíst investice, které jsou podmínkou dosažení určité výše peněžních toků v budoucnosti. Výsledkem je tzv. volné cash flow (dále jen FCF). Náplň tohoto kroku je patrná z následujícího výpočtového schématu (MAŘÍK, 2011).

Tabulka 4: Schéma výpočtu volného peněžního toku

1.	+ Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi ($KPVH_D$)
2.	- Upravená daň z příjmů ($= KPVH_D \times \text{daňová sazba}$)
3.	= Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních ($KPVH$)
4.	+ Odpisy
5.	+ Ostatní náklady započtené v provozním VH, které nejsou výdaji v běžném období
6.	= Předběžný peněžní tok z provozu
7.	- Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného) ³
8.	- Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)
9.	= Volný peněžní tok (FCF)

(Zdroj: MAŘÍK, 2011, s. 170)

U metody DCF je východiskem vždy volný peněžní tok. V případě DCF entity se volným peněžním tokem rozumí tvorba peněžních prostředků, které jsou k dispozici jak vlastníkům (akcionářům a to především na dividendy), tak i věřitelům (v podobě splátek úvěrů a úroků). Z tohoto důvodu se někdy u metody DCF entity používá označení peněžní toky pro vlastníky a věřitele nebo také peněžní toky do firmy (dále jen FCFF). FCF se považuje za pojem obecnější, zatímco FCFF je již konkrétní varianta FCF pro metodu DCF entity (MAŘÍK, 2011).

Korigovaný provozní výsledek hospodaření pro výpočet FCFF

FCFF počítáme nepřímou metodou, kde východiskem je korigovaný provozní výsledek hospodaření (dále jen KPVH). KPVH je v zásadě shodný s výsledkem hospodaření pro výpočet EVA, který je označován jako NOPAT. Pro korigovaný výsledek hospodaření jako východisko výpočtu FCFF by měly platit tyto obecné zásady (MAŘÍK, 2011, s. 171):

„1. Neměly by být odpočítávány náklady na cizí kapitál, a to proto, abychom dostali zisk a cash flow, které je k dispozici jak pro vlastníky, tak i pro věřitele.

³ Upravený pracovní kapitál se od běžného pojetí pracovního kapitálu (část oběžných aktiv, která je financována pomocí dlouhodobého kapitálu – vlastního i cizího) liší tím, že obvykle neodečítáme krátkodobé bankovní úvěry, ale pouze neúročené závazky (MAŘÍK, 2011).

2. Neměl by obsahovat žádné jednorázové položky, které se nebudou pravidelně opakovat, protože hodnotu podniku tvoří jen výsledky hospodaření trvalého charakteru.

3. Neměl by obsahovat žádné výnosy a náklady související s majetkem provozně nutným, který jsme již v předchozích krocích vyřadili z provozně nutného investovaného kapitálu.“

Tabulka 5: Postup výpočtu korigovaného provozního výsledku hospodaření

Provozní výsledek hospodaření (z výsledovky)
- Provozní výnosy jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem
+ Provozní náklady jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem
+ Výnosy z finančních investic a výnosové úroky, pokud plynou z provozně nutného majetku
- Finanční náklady související s provozně potřebným majetkem
= Korigovaný provozní výsledek hospodaření

(Zdroj: MAŘÍK, 2011, s. 174)

Investice pro výpočet FCFF

Investice ve schématu pro výpočet volného peněžního toku jsou myšleny jako investice brutto, tj. obnovovací a rozšiřovací. Velikost ročních investic do výše odpisů v daném roce se označuje jako obnova a zbývající část se označuje jako investice netto (mohou být i záporné, pokud se v daném roce investuje méně, než činí roční odpisy):

$$Investice\ brutto = odpisy + Investice\ netto$$

Investice pro výpočet volného peněžního toku nejlépe zjistíme z velikosti provozně nutného investovaného kapitálu v jednotlivých letech. Pro výpočet investic můžeme použít následující vztahy:

$$I_{netto\ t} = K_t - K_{t-1}$$

$$I_{brutto\ t} = K_t - K_{t-1} + O_t$$

kde: $I_{netto\ t}$, $I_{brutto\ t}$ – investice do provozně nutného investovaného kapitálu (neboli do dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu dohromady) v roce t ,

K_t – provozně nutný investovaný kapitál ke konci roku t ,

O_t – odpisy v roce t (MAŘÍK, 2011).

2.8.8 Základní tvary modelu DCF ve variantě entity

Hodnotu podniku jako celku (H_b) určíme pomocí obecného výrazu:

$$H_b = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+i_k)^t}$$

kde: $FCFF_t$ – volné cash flow do firmy v roce t ,
 i_k – kalkulovaná (diskontní) úroková míra,
 n – počet let předpokládané existence podniku.

Při oceňování předpokládáme, že podnik bude existovat nekonečně dlouho (going concern). Pro tak dlouhé období ($n \rightarrow \infty$) ale není možné plánovat peněžní toky pro jednotlivá léta. Z tohoto důvodu je výpočet založen na dvoufázové metodě nebo na růstových modelech (MAŘÍK, 2011).

Dvoufázová metoda

V této metodě se vychází z představy, že budoucí období lze rozdělit na dvě fáze. První fáze zahrnuje období, pro které je oceňovatel schopen vypracovat prognózu volného peněžního toku pro jednotlivá léta. Druhá fáze pak obsahuje období od konce první fáze do nekonečna. Pokračující hodnotou tedy rozumíme současnou hodnotu očekávaných peněžních toků od konce první fáze až do nekonečna, přičemž tato současná hodnota je propočtena k datu ukončení první fáze (tamtéž).

Hodnota podniku podle dvoufázové metody se vypočítá jako:

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+i_k)^t} + \frac{PH}{(1+i_k)^T}$$

kde: T – délka první fáze v letech,
 PH – pokračující hodnota,
 i_k – kalkulovaná úroková míra na úrovni WACC (tamtéž).

Pokračující hodnota hraje při ocenění podniku důležitou a mnohdy rozhodující roli. Při délce první etapy pět let dosáhne podíl pokračující hodnoty 80 % na celkovém výnosovém ocenění, v případě deseti let dosáhne pokračující hodnota stále ještě kolem

60% podílu na celkovém výnosovém ocenění podniku. Až při patnácti letech se podíl obou fází zhruba vyrovná (REŽŇÁKOVÁ, 2005).

Odhad pokračující hodnoty se zakládá na řadě předpokladů:

- základní parametry, o které se opírá výpočet pokračující hodnoty (např. zisková marže, obrat kapitálu, rentabilita kapitálu, podíl na trhu), jsou stabilní;
- růst podniku je konstantní, stabilní je i míra investic;
- stabilní je také výnosnost nových investic (tamtéž).

Pokračující hodnotu je možné odhadnout několika způsoby např. pomocí Gordonova modelu, pomocí parametrického vzorce nebo pomocí jiných než výnosových modelů (likvidační hodnota, substanční hodnota, multiplikátor cena (P) / výnos (E), apod.). Nejčastěji využívaným způsobem je Gordonův model (vzorec):

$$\text{Pokračující hodnota v čase } T = \frac{FCFF_{T+1}}{i_k - g}$$

kde: T – poslední rok prognózovaného období,

i_k – kalkulovaná úroková míra (na úrovni WACC),

g – předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během celé druhé fáze, neboli do nekonečna,

FCFF – volný peněžní tok do firmy.

Podmínkou platnosti vzorce je, aby bylo $i_k > g$ (MAŘÍK, 2011).

Další možností, jak spočítat pokračující hodnotu, je pomocí vzorce založeného na faktorech tvorby hodnoty (parametrický vzorec). Tento vzorec pracuje s dvěma základními faktory (generátory) hodnoty a to:

- tempo růstu (g) KPVH sníženého o upravené daně,
- očekávaná rentabilita nových (čistých) investic (r_1); (tamtéž).

Navržený model pokračující hodnoty má tuto podobu (COPELAND; KOLLER; MURRIN, 1991):

$$\text{Pokračující hodnota v čase } T = \frac{KPVH_{T+1} \times \left(1 - \frac{g}{r_1}\right)}{i_k - g}$$

kde: $KPVH_{T+1}$ – korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních v prvním roce po uplynutí období prognózy,
 g – očekávaná míra růstu čistého KPVH,
 r_1 – očekávaná míra návratnosti nových (čistých) investic.

Uvedené vzorce pro pokračující hodnotu (Gordonův a parametrický) jsou co do obsahu stejné. Parametrický vzorec je však založen na rozvedeném vyjádření faktorů hodnoty. Poměr g / r_1 z dlouhodobého hlediska odpovídá tzv. míře investic, což je podíl zisku věnovaný na čisté investice. Předpokládá se, že míra investic zůstane po celou dobu druhé fáze stabilní. V čitateli parametrického vzorce je tedy vlastně KPVH snížený o čisté investice, tedy volné cash flow pro vlastníky a věřitele (MARÍK, 2011).

2.8.9 Metoda EVA ve variantě entity

Tento model je založen na logice, že hodnota firmy se skládá ze dvou základních částí, a sice z části, která odráží velikost investovaného kapitálu akcionářů a věřitelů v účetním vyjádření a současné hodnoty budoucích ekonomických přidaných hodnot. Základní vzorec pro výpočet EVA:

$$EVA_t = NOPAT_t - WACC \times NOA_{t-1}$$

kde: $NOPAT$ – zisk z operační činnosti podniku (zisk z hlavního provozu podniku) po dani, který není možné vždy ztotožnit s provozním hospodářským výsledkem dle českých účetních předpisů,
 NOA – čistá operační aktiva,
 $WACC$ – průměrné vážené náklady kapitálu (KISLINGEROVÁ, 2010).

Rozhodující význam v tomto přístupu k oceňování má tržní přidaná hodnota MVA ($MVA =$ současná hodnota budoucích EVA). MVA lze počítat dvěma způsoby (MARÍK, 2011):

- Ex post – rozdíl mezi tržní hodnotou podniku jako celku a hodnotou jeho aktiv (NOA). Tento přístup je možné provádět jen u obchodovaných akciových společností.
- Ex ante – jako současnou hodnotu budoucích operačních nadzisků (EVA).

Tabulka 6: Základní schéma výpočtu metody EVA

Čistá operační aktiva (NOA)
+ Tržní přidaná hodnota (MVA)
= Tržní hodnota operačních aktiv (tj. provozně potřebných)
+ Tržní hodnota neoperačních aktiv
- Tržní hodnota neúročených závazků
= Tržní hodnota vlastního kapitálu

(Zdroj: MAŘÍKOVÁ; MAŘÍK, 2001, s. 52)

Pro výpočet volíme obvykle dvoufázovou metodu. V principu je však možné počítat i v tomto modelu s určitým tempem růstu.

$$H_n = NOA_0 + \underbrace{\sum_{t=1}^T \left(\frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} \right) + \frac{EVA_{T+1}}{WACC \times (1+WACC)^T}}_{MVA} - D_0 + A_0$$

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \left(\frac{NOPAT_t - WACC \times NOA_{t-1}}{(1+WACC)^t} \right) + \frac{NOPAT_{T+1} - WACC \times NOA_T}{WACC \times (1+WACC)^T} - D_0 + A_0$$

kde: H_n – hodnota vlastního kapitálu podniku (netto),

EVA_t – EVA v roce t ,

NOA_0 – čistá operační aktiva k datu ocenění,

NOA_{t-1} – čistá operační aktiva ke konci předchozího roku (k počátku roku t),

$NOPAT_t$ – čistý operační výsledek (po dani) v roce t ,

T – počet let explicitně plánovaných EVA (délka první fáze),

$WACC$ – průměrné vážené náklady kapitálu,

D_0 – hodnota úročených dluhů k datu ocenění,

A_0 – ostatní, tj. neoperační aktiva k datu ocenění (MAŘÍK, 2011).

3 Představení oceňovaného podniku

Pro praktickou část diplomové práce byla zvolena akciová společnost ŽĎAS, která v současné době patří k nejvýznamnějším podnikům působícím v rámci zpracovatelského průmyslu v České republice, dále mezi největší zaměstnavatele Kraje Vysočina a v neposlední řadě také k podnikům s nejdelší výrobní historií bývalého okresu Žďár nad Sázavou.

Společnost ŽĎAS, a. s. byla založena Fondem národního majetku ČR zakladatelskou listinou jako akciová společnost dne 28. dubna 1992 a vznikla zapsáním do obchodního rejstříku, vedeném Krajským soudem v Brně dne 30. dubna 1992, oddíl B, vložka 766.

Akciová společnost ŽĎAS se sídlem ve městě Žďár nad Sázavou zahájila svoji výrobu před více než 63 lety. V současné době má cca 2500 zaměstnanců a objem výroby za rok 2013 představoval cca 120 milionů eur. ŽĎAS patří do skupiny firem Železiarne Podbrezová Group, jejímž lídrem je přední světový výrobce trubek ŽP a. s. Podbrezová, Slovenská republika. Společnost ŽĎAS, a. s. tvoří s řídící osobou Železiarne Podbrezová a. s. koncern.

Výrobní program firmy ŽĎAS, a. s., je zaměřen na výrobu tvářecích strojů, kovacíh lisů, zařízení na zpracování železného šrotu, zařízení na zpracování válcovaných výrobků, odlitků, výkovků, ingotů a nástrojů, především pro automobilový průmysl (ŽĎAS, 2014, [online], [cit. 2014-12-28]).

Obrázek 4: Logo akciové společnosti ŽĎAS - Žďár nad Sázavou



(Zdroj: ŽĎAS, 2014, [online], [cit. 2014-12-28]).

3.1 Základní údaje o společnosti

Obchodní firma:	ŽĎAS, a.s.
Sídlo společnosti:	Strojírenská 6, 591 71 Žďár nad Sázavou
IČO:	46347160
DIČ:	CZ46347160
Právní forma:	Akciová společnost
Zahájení výroby:	27. 08. 1951
Založení akciové společnosti:	28. 04. 1992
Základní kapitál:	1 395 303 000 Kč
Rozvahový den:	31. 12. 201X
Předmět podnikání:	Vyrábí a dodává: Odlitky, ingoty, volně kované výkovky, modely, zařízení válcoven, tvářecí stroje, tvářecí nástroje, hydraulické prvky, rekonstrukce a modernizace strojů, doplňující sortiment (JUSTICE, 2014,

[online], [cit. 2014-12-29])

Obrázek 5: Poloha akciové společnosti ŽĎAS - Žďár nad Sázavou



(Zdroj: ŽĎAS, 2014, [online], [cit. 2014-12-29]).

3.2 Vymezení oborové působnosti

Akciová společnost ŽĎAS, Žďár nad Sázavou působí v oblasti zpracovatelského průmyslu. ŽĎAS má velmi rozsáhlou oblast působnosti a jednotlivé obory výrobního programu spadají do rozdílných oborů činnosti dle klasifikace MPO (MPO, 2015, [online], [cit. 2015-01-05]):

- a) CZ-NACE 24 - Výroba základních kovů, hutní zpracování kovů; slévárenství,
- b) CZ-NACE 25 - Výroba kovových konstrukcí a kovodělných výrobků, kromě strojů a zařízení,
- c) CZ-NACE 28 - Výroba strojů a zařízení jinde neuvedených.

3.3 Historie společnosti

- 1951 – byl odlit tradiční zvon a zahájena výroba v největším podniku Českomoravské vysočiny, dnešní akciové společnosti ŽĎAS.
- 1956 – dokončen vývoj a zahájena výroba mechanických lisů vlastní konstrukce.
- 1959 – dodávka první spojitě sochorové válcovací trati (Čerepovec – SSSR).
- 1963 – zahájení výroby v největší hale č. 5 umožňující montáž nejtěžších komponentů.
- 1989 – ve slévárně metalurgického závodu odlita dvoumiliontá tuna oceli.
- 1991 – do provozu uvedena nejmodernější válcovna profilů v indickém Visakhapatnamu.
- 1992 – privatizace podniku a vznik akciové společnosti ŽĎAS, a. s.
- 1996 – ŽĎAS, a.s., obdržel certifikaci systému jakosti ISO 9001.
- 1997 – byl odlit nejtěžší odlitek v historii firmy ŽĎAS o váze 43 tun.
- 2000 – získání 21. zlaté medaile na Mezinárodním strojírenském veletrhu v Brně za Kontejnerové hydraulické nůžky na šrot CNS 400 K.
- 2002 – do ŽĎASU, a. s. vstupuje strategický partner a majoritní vlastník, slovenská firma Železiarne Podbrezová, a.s.
- 2007 – získání 22. zlaté medaile na MSV Brno za exponát Hydraulické paketovací nůžky na šrot CNS 1100-CV2 (ŽĎAS, 2014, [online], [cit. 2014-12-30]).

4 Strategická analýza podniku

Strategická analýza je podstatnou částí procesu oceňování podniku. Smyslem této analýzy je přiblížit prostředí, ve kterém daný podnik působí a popsat prvky, které jej ovlivňují.

4.1 Analýza obecného okolí

Pro analýzu obecného okolí (makroprostředí) je využit model PEST, který představuje celkový politický, ekonomický, sociální a technologický rámec, v němž se oceňovaný podnik pohybuje.

4.1.1 Politicko-legislativní faktory

Česká republika, ve které zkoumaný (oceňovaný) podnik působí, se řadí mezi země s demokratickým právním systémem.

Všechny společnosti včetně společnosti ŽĎAS, a. s., musely při svém vzniku dostát platné legislativě a provést všechny úkony, které zákon vyžaduje. Veškeré kroky nutné před a po založení akciové společnosti upravoval v ČR zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník (v současné době je to zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník). K podnikání živnostenským způsobem je nutným úkonem získání živnostenského oprávnění k předmětu svého podnikání dle zákona č. 455/1991 Sb., o živnostenském podnikání.

Česká republika je od 1. 4. roku 2004 členem Evropské unie, z čehož vyplývá, že právní legislativa ČR není jedinou právní úpravou, které společnosti působící v ČR (v našem případě v rámci zpracovatelského průmyslu ČR) podléhají (Ústava České republiky zákon č. 1/1993 Sb., Hlava I, čl. 10 ⁴). Evropská unie schvaluje nařízení a vydává směrnice, které dopadají na členské státy a které mají povinnost začlenit dané nařízení a směrnice do své legislativy a respektovat je. Mezi další významné mezinárodní organizace, v nichž je ČR členem, patří například: OECD ⁵, WTO ⁶, IMF ⁷ apod.

⁴ „Vyhlášené mezinárodní smlouvy, k jejichž ratifikaci dal Parlament souhlas a jimiž je Česká republika vázána, jsou součástí právního řádu; stanoví-li mezinárodní smlouva něco jiného než zákon, použije se mezinárodní smlouva“ (Zákon č. 1/1993 Sb., Hlava I, čl. 10).

⁵ OECD - Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj.

⁶ WTO - Světová obchodní organizace.

⁷ IMF - Mezinárodní měnový fond.

Pro národní ekonomiku a její vývoj je také důležitá úroveň korupce. „V žebříčku zemí podle indexu vnímání korupce (CPI) se Česká republika v roce 2014 celosvětově umístila na 53. místě (hodnoceno 175 zemí). Mezi 31 evropskými zeměmi obsadila 25. místo“ (TRANSPARENCY INTERNATIONAL, 2015, [online], [cit. 2014-03-10]). Bodové ohodnocení České republiky (v žebříčku CPI) se oproti roku 2013 zlepšilo o 3 body, ale i přes toto zlepšení Česká republika však stále pokulhává za vývojem v ostatních evropských státech.

Z hlediska stability České republiky je nutné sledovat i zadlužení veřejného sektoru a stabilitu vlád.⁸ Velikost státního dluhu a jeho vývoj ukazuje následující tabulka.

Tabulka 7: Vývoj státního dluhu ČR a jeho poměr k HDP

		2008	2009	2010	2011	2012	2013
Státní dluh ČR	mld. Kč	999,8	1 178,2	1 344,1	1 499,4	1 667,6	1 683,3
Státní dluh / HDP	%	24,9	30,0	34,0	37,3	41,2	41,2

(Zdroj: ČSÚ, 2015, [online], [cit. 2015-03-11])

Ačkoliv v současné době dochází k různým škrtům ve výdajích státu a jsou i snahy o efektivnější výběr daní, nelze dle mého názoru očekávat v následujících letech sestavení vyrovnaného rozpočtu.

Pro mnoho společností působících ve zpracovatelském průmyslu a nejen v něm, je v současné době velký problém vyhlášení sankcí Evropskou unií proti Rusku, kam směřuje podstatná část výrobků těchto podniků. A dále nestabilní politická situace v zemích severní Afriky např. v Libyi a také sankce proti těmto a dalším zemím, mezi které patří např. Írán, Sýrie, KLDK.

Dalším problémem dle § 109 zákona o dani z přidané hodnoty je, že od 1. ledna 2014 se u plátců daně z přidané hodnoty začalo po dlouhém odsunování naplno uplatňovat ručení za nezaplacenou daň z přidané hodnoty při úhradě na nezveřejněný účet⁹ (Zákon č. 235/2004 Sb., o dani z přidané hodnoty).

⁸ Česká republika neměla stabilní většinovou vládu od roku 1996 (ČT, 2015, [online], [cit. 2014-03-10]).

⁹ Ručení příjemce zdanitelného plnění za nezaplacenou daň v případě, že je úplata poskytnuta zcela nebo zčásti bezhotovostním převodem na jiný účet než účet poskytovatele zdanitelného plnění, jenž je zveřejněn správcem daně ve veřejném seznamu.

4.1.2 Ekonomické faktory

Vývoj hlavních makroekonomických indikátorů české ekonomiky a jejich predikce vychází z Makroekonomické predikce České republiky, vydávané MFČR. Tyto hlavní indikátory jsou shrnuty v následující tabulce:

Tabulka 8: Vývoj a predikce hlavních makroekonomických indikátorů české ekonomiky

		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
						Aktuální predikce		
Hrubý domácí produkt	<i>mld. Kč. b. c.</i>	3 954	4 022	4 048	4 086	4 284	4 509	4 698
Hrubý domácí produkt	<i>růst v %, s. c.</i>	2,3	2,0	-0,8	-0,7	2,4	2,7	2,5
Spotřeba domácností	<i>růst v %, s. c.</i>	1,0	0,2	-1,8	0,4	1,5	2,8	2,3
Spotřeba vlády	<i>růst v %, s. c.</i>	0,4	-2,9	-1,0	2,3	1,9	2,0	1,3
Tvorba hrubého fixního kapitálu	<i>růst v %, s. c.</i>	1,3	1,1	-2,9	-4,4	4,5	5,3	4,1
Příspěvek zahraničního obchodu k růstu HDP	<i>p. b., s. c.</i>	0,5	1,9	1,3	0,0	-0,2	-0,5	-0,2
Příspěvek změny zásob k růstu HDP	<i>p. b., s. c.</i>	0,8	0,2	-0,2	-0,2	0,3	0,1	0,3
Deflátor HDP	<i>růst v %</i>	-1,5	-0,2	1,4	1,7	2,4	2,5	1,6
Průměrná míra inflace	<i>%</i>	1,5	1,9	3,3	1,4	0,4	0,3	1,4
Zaměstnanost	<i>růst v %</i>	-1,0	0,4	0,4	1,0	0,6	0,4	0,2
Míra nezaměstnanosti	<i>průměr v %</i>	7,3	6,7	7,0	7,0	6,1	5,7	5,6
Objem mezd a platů	<i>růst v %, b. c.</i>	0,6	2,2	2,1	-0,4	3,0	3,9	4,1
Poměr běžného účtu platební bilance k HDP	<i>%</i>	-3,6	-2,1	-1,6	-1,4	-0,2	1,0	0,5
Předpoklady:								
Směnný kurz CZK / EUR		25,3	24,6	25,1	26,0	27,5	27,7	27,6
Dlouhodobé úrokové sazby	<i>% p. a.</i>	3,7	3,7	2,8	2,1	1,6	1,0	1,6
Ropa Brent	<i>USD / barel</i>	80	111	112	109	99	54	67
HDP eurozóny (EA12)	<i>růst v %, s. c.</i>	2,0	1,6	-0,7	-0,5	0,8	1,0	1,5

(Zdroj: MFČR, 2015, [online], [cit. 2015-03-15])

MFČR odhaduje, že za loňský rok (2014) HDP vzrostl o 2,4 %. Pro letošní rok (2015) počítá s růstem ekonomiky o 2,7 %. V roce 2016 by se růst reálného HDP mohl mírně zpomalit na 2,5 %. V obou letech by měl být růst tažen výhradně domácí poptávkou,

příspěvky výdajů na spotřebu a tvorby hrubého kapitálu by přitom měly být přibližně vyrovnané. Saldo zahraničního obchodu se zbožím ve stálých cenách by naopak mělo růst HDP mírně tlumit. Poměrně dobrý růst domácí poptávky by dle MFČR měl vést ke zvýšení dovozu.

Průměrná míra inflace v roce 2014 dosáhla 0,4 %. V roce 2015 by se mohla snížit na 0,3 %, a to zejména díky výraznému propadu cen ropy. Pro rok 2016 se již očekává růst spotřebitelských cen a průměrná míra inflace by mohla dosáhnout 1,4 %, což ale stále je pod 2% inflačním cílem ČNB.

Díky pozvolnému růstu ekonomické aktivity by se míra nezaměstnanosti měla postupně snižovat až na 5,6 % v roce 2016.

MFČR odhaduje, že deficit vládního sektoru za rok 2014 dosáhl 1,3 % HDP, tj. obdobné výše jako v roce 2013. Letos by se sice saldo mělo kvůli snaze vlády o podporu růstu ekonomiky a ukončení některých restriktivních opatření zhoršit, deficit by však měl zůstat významně pod hranicí 3 % HDP.¹⁰ Relativní výše dluhu vládního sektoru by se měla dále snížit, a to z odhadovaných 43,2 % HDP v roce 2014 na 41,3 % HDP v roce 2015.

Hrubý domácí produkt

Jedním z nejdůležitějších makroekonomických indikátorů je vývoj hrubého domácího produktu (HDP), který má obecně vliv na dynamiku podnikatelského prostředí. Růst HDP ovlivňuje jednak růst tržeb a dále je spjat i s poklesem nezaměstnanosti. Meziroční růst HDP znamená, že ekonomické subjekty v dané zemi vytvářejí více produktu, než kolik bylo vyrobeno v minulém období.¹¹ V následující tabulce je uveden vývoj reálného HDP v letech 2000 – 2013, roky 2014 – 2018 představují predikci (prognózu) Ministerstva financí České republiky.

¹⁰ Dle Smlouvy o fungování EU (Maastrichtská smlouva) je deficit pod hranicí 3 % HDP jedna z podmínek pro přijetí společné měny.

¹¹ Růst HDP může být způsoben růstem efektivity práce, růstem využívání výrobních faktorů nebo kombinací obou zmíněných faktorů.

Tabulka 9: Vývoj a predikce HDP v ČR

HDP reálné - SKUTEČNOST			HDP reálné – PROGNÓZA MFČR		
Rok	mld. Kč	tempo růstu v %	Rok	mld. Kč	tempo růstu v %
2000	2 373	4,3	2014	4 284	2,4
2001	2 563	3,1	2015	4 509	2,7
2002	2 675	1,6	2016	4 698	2,5
2003	2 801	3,6	2017	4 866	2,3
2004	3 058	4,9	2018	5 039	2,2
2005	3 258	6,4			
2006	3 507	6,9			
2007	3 832	5,5			
2008	4 015	2,7			
2009	3 922	- 4,8			
2010	3 954	2,3			
2011	4 022	2,0			
2012	4 048	- 0,8			
2013	4 086	- 0,7			

(Zdroj: ČSÚ, 2015, [online], [cit. 2015-03-11])

(Zdroj: MFČR, 2015, [online], [cit. 2015-03-15])

Průměrné tempo růstu (vypočítané pomocí aritmetického průměru) za roky 2000 – 2013 je 2,64 % a 2,42 % pro prognózované období. Nižší tempo růstu HDP pro prognózované období naznačuje, že česká ekonomika se i v následujících letech bude stále potýkat s dopady celosvětové finanční krize a ani po 11 letech od vypuknutí krize (rok 2008) nedosáhne procentních temp růstu HDP jako v letech před krizí (recesí).

V České republice dosáhl růst HDP svého vrcholu v letech 2005 – 2007. Pozitivní vývoj v letech 2000 – 2008 byl však přerušen celosvětovou finanční krizí, která na českou ekonomiku plně dopadla v roce 2009 a způsobila prudký pokles HDP. Prognózy na následujících pět let ukazují, že by mělo v České republice dojít k oživení ekonomiky a k růstu HDP. V této souvislosti lze očekávat i růst poptávky po zboží a službách, což by následně mělo vést k dalšímu růstu ekonomiky. Ačkoliv průměrný růst HDP v následujících pěti letech dle predikce MFČR (2,42 %) nedosáhne průměrného růstu před nástupem finanční krize roky 2000 - 2008 (4,34 %), lze růst HDP pro podniky hodnotit jako pozitivní.

Inflace

Cenová stabilita je jedním ze základů stabilní ekonomiky. Následující tabulka zachycuje vývoj procentního růstu průměrné míry inflace v letech 2000 – 2013 a prognózu MFČR na roky 2014 – 2018.

Tabulka 10: Vývoj a predikce průměrné míry inflace v ČR

Skutečnost	Průměrná míra inflace	Prognóza MFČR	Průměrná míra inflace
Rok	růst v %	Rok	růst v %
2000	3,9	2014	0,4
2001	4,7	2015	0,3
2002	1,8	2016	1,4
2003	0,1	2017	1,8
2004	2,8	2018	1,9
2005	1,9		
2006	2,5		
2007	2,8		
2008	6,3		
2009	1,0		
2010	1,5		
2011	1,9		
2012	3,3		
2013	1,4		

(Zdroj: ČSÚ, 2015, [online], [cit. 2015-03-11])

(Zdroj: MFČR, 2015, [online], [cit. 2015-03-15])

Pokud se podíváme na data inflace, vidíme, že kromě roku 2003 a 2008 se inflace v ČR pohybovala v poměrně stabilních mantinelech. Zvýšená inflace v roce 2008 (6,3 %) měla dopad zejména na ceny vstupů a mezd, což se mohlo nepříznivě projevit ve finančních výsledcích společností působících v České republice.

Průměrná míra inflace v roce 2014 dosáhla 0,4 % (druhá nejnižší v samostatné historii ČR – nejnižší průměrná míra inflace byla v roce 2003 a činila pouze 0,1 %). Na velmi nízké inflaci se podílely administrativní opatření (změny nepřímých daní a regulované ceny – zlevnění elektřiny). V roce 2004 byla jediným proinflačním faktorem oslabená koruna.

V roce 2015 by měl působit výrazný protiinflační faktor, kterým je cena ropy. Inflace by tak měla zůstat velmi nízká a měla by dosáhnout 0,3 %.

Pro rok 2016 by právě očekávaná rostoucí cena ropy (viz tabulka 8) měla působit proinflačně a inflace by se tak měla ve srovnání s rokem 2015 zvýšit o 1,1 %.

Úrokové sazby

Úroková míra od roku 2007 vykazovala jasnou klesající tendenci až do roku 2012, kdy dosáhla téměř nulové hodnoty a ČNB již neměla a v současnosti stále nemá další manévrovací prostor pro její snižování. Úroveň 2T REPO sazby tak v současné době vytváří příznivé prostředí pro investování firem.

Tabulka 11: Vývoj a predikce úrokových sazeb v ČR

Úrokové sazby - roční							
Skutečnost	REPO 2T ČNB	PRIBOR 3M ¹²	Dl. úrokové sazby ¹³	Prognóza MFČR	REPO 2T ČNB	PRIBOR 3M	Dl. úrokové sazby
Rok	v % p. a.	v % p. a.	v % p. a.	Rok	v % p. a.	v % p. a.	v % p. a.
2007	3,50	3,09	4,28	2015	-	0,30	1,00
2008	2,25	4,04	4,55	2016	-	0,30	1,60
2009	1,00	2,19	4,67				
2010	0,75	1,31	3,71				
2011	0,75	1,19	3,71				
2012	0,05	1,00	2,80				
2013	0,05	0,46	2,11				
2014	0,05	0,41	1,58				

(Zdroj: MFČR, 2015, [online], [cit. 2015-03-15])

I po snížení (listopad 2012) REPO 2T na 0,05 %, docházelo v souvislosti s domácím makroekonomickým vývojem a dalšími faktory k pokračování dezinflace. Aby ČNB zamezila dlouhodobému podstřelování inflačního cíle (2 %), rozhodla Bankovní rada ČNB dle 7. listopadu 2013 o používání měnového kurzu jako dalšího nástroje monetární politiky.

¹² Tříměsíční sazba PRIBOR na mezibankovním trhu.

¹³ Výnos 10letých státních dluhopisů pro konvergenční účely.

Směnné kurzy

Pro společnosti, které realizují zakázky ve státech EU a v USA, je velice důležitý vývoj směnného kurzu. Je třeba si uvědomit, že některé zakázky mají dlouhodobý charakter a realizace trvají i několik let, což má vliv na účetnictví. Takovéto společnosti využívají například forwardové nebo swapové transakce z důvodu zajištění kurzových rizik z titulu neočekávaných výkyvů kurzů.

Akciová společnost ŽDAS dlouhodobě (průměr za posledních 10 let) vyvází cca 54 % produkce na zahraniční trhy. Z průměrného exportu akciové společnosti je patrné, že cca polovinu tržeb inkasuje v zahraniční měně v současné době převážně v eurech. Z této skutečnosti vzniká reálný problém, jak se vyhnout finančním (kurzovým) ztrátám a naopak získat případné finanční (kurzové) výnosy. Zajištění kurzových rizik je v reálu pouze snaha o neprodělání na obchodech realizovaných v zahraniční měně a naopak výdělek je brán pouze jako bonus.

Tabulka 12: Vývoj a predikce směnných ročních kurzů

Skutečnost	CZK / EUR	CZK / USD	Prognóza MFČR	CZK / EUR	CZK / USD
Rok	roční průměr	roční průměr	Rok	roční průměr	roční průměr
2009	26,45	19,06	2014	27,53	20,75
2010	25,29	19,11	2015	27,70	23,50
2011	24,59	17,69	2016	27,60	23,40
2012	25,14	19,59	2017	27,30	23,10
2013	25,98	19,57	2018	26,30	22,80

(Zdroj: MFČR, 2015, [online], [cit. 2015-03-15])

Směnný kurz koruny vůči euru se po většinu roku 2014 pohyboval na úrovni 27,50 CZK / EUR. Na tuto úroveň korunu oslabila ČNB dne 7. listopadu 2013, kdy začala měnový kurz využívat jako další nástroj monetární politiky.

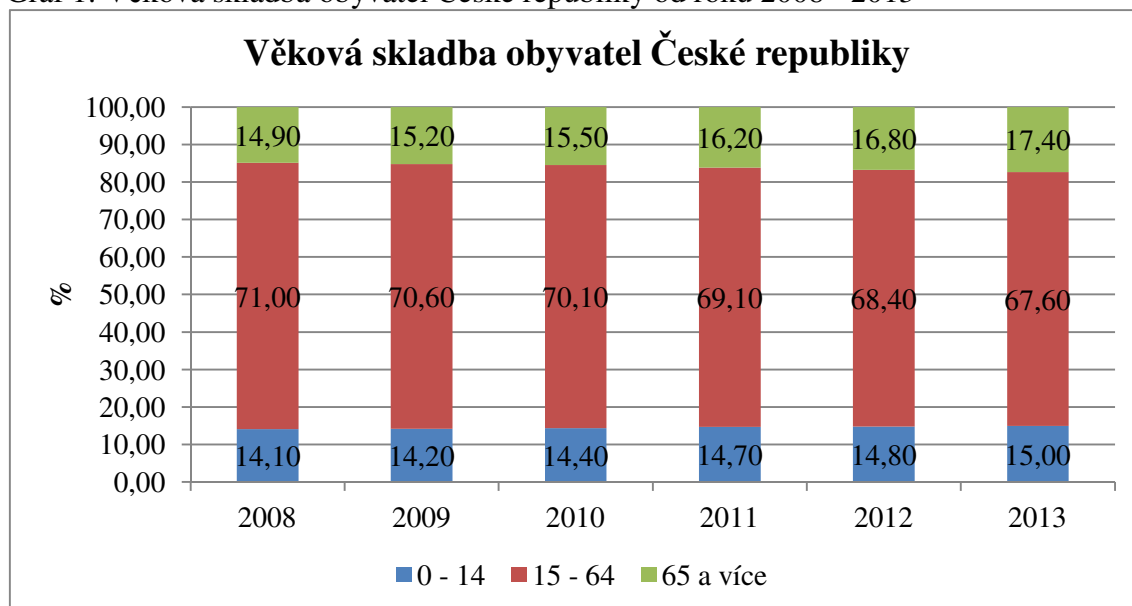
Bankovní rada České národní banky dne 05. 02. 2015 po skončení měnového zasedání vydala prohlášení, že i nadále bude používat devizový kurz jako další nástroj uvolňování měnových podmínek a potvrdila závazek České národní banky intervenovat

v případě potřeby na devizovém trhu na oslabení kurzu tak, aby udržovala kurz koruny vůči euru poblíž hladiny 27 korun za euro ¹⁴ (ČNB, 2015, [online], [cit. 2015-03-16]).

4.1.3 Sociální faktory

Česká republika má dlouhodobě (od roku 2008) stabilní počet obyvatel pohybující se okolo hranice 10,5 miliónu. Z grafu č. 1 lze vyčíst trvale rostoucí část obyvatelstva ve věku 0 - 14 let a obyvatel v neproduktivním věku 65 a více let. Naproti tomu počty populace v produktivním věku se neustále snižují. Díky tomuto vývoji dochází ke stárnutí obyvatel ČR (nárůst obyvatel 0 - 14 < 65+). Zatím však situace není nijak vážná a „žádná“ společnost se do budoucna nemusí obávat nedostatku pracovních sil.

Graf 1: Věková skladba obyvatel České republiky od roku 2008 - 2013

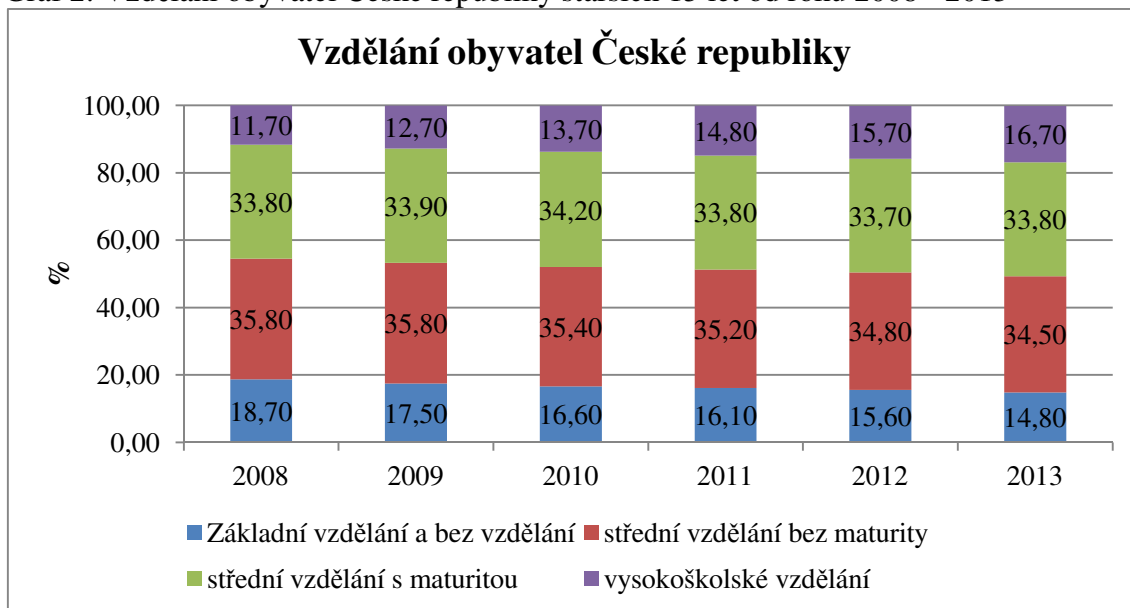


(Zdroj: ČSÚ, 2015, [online], [cit. 2015-03-16])

Z grafu č. 2 je na první pohled patrné, že podíl vysokoškolsky vzdělaných obyvatel stabilně roste, což může mít příznivý vliv na společnosti, které poptávají převážně vysoce kvalifikovanou práci. Naopak počet lidí se základním vzděláním nebo bez vzdělání stabilně ubývá, což opět může působit tentokrát záporně na společnosti poptávající převážně nekvalifikovanou práci. Podíly lidí se středním vzděláním bez maturity a s maturitou si dlouhodobě udržují stabilní hladinu.

¹⁴ Česká národní banka neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než ve druhém pololetí roku 2016.

Graf 2: Vzdělání obyvatel České republiky starších 15 let od roku 2008 - 2013



(Zdroj: ČSÚ, 2015, [online], [cit. 2015-03-16])

Akciová společnost ŽĎAS leží na jižní hranici chráněné krajinné oblasti Žďárské vrchy, která patří mezi nejčistší krajinné celky v ČR, což ve své podstatě vytváří přirozený tlak okolí na to, aby akciová společnost ŽĎAS usilovala o co nejpríznivější dopad své podnikatelské činnosti na životní prostředí. Pozitivní přístup k jeho ochraně společnost dokumentuje investicemi do technologií šetrných k životnímu prostředí a také tím, že v květnu 2005 úspěšně zavedla a certifikovala environmentální systém řízení (EMS) podle EN ISO 14001:2004.

Vedle řady kulturních aktivit, podporovaných akciovou společností ŽĎAS, je také významná přímá a dlouhodobá spolupráce s představiteli samosprávy města. Také oni velice dobře chápou význam firmy, která je vzhledem ke svému obratu největším přispěvatelem do městského rozpočtu. Vedle příspěvků vyplývajících ze zákona je ŽĎAS také podílníkem a sponzorem konkrétních městských aktivit.

Značka ŽĎAS se také objevila na nejvyšších vrcholcích Himalájí, plavila se na plachetnici kolem světa a objevuje se pravidelně při různých kulturních a sportovních akcích. Komorní hudební a pěvecká sdružení, stejně tak jako sportovní oddíly podporované firmou ŽĎAS obsazují první příčky v různých soutěžích a přehlídkách. V sociální oblasti je nezanedbatelný příspěvek do zdravotnictví, určený především

na modernizaci okresní nemocnice v blízkém Novém Městě na Moravě (ŽĐAS, 2015, [online], [cit. 2015-03-16]).

4.1.4 Technologické faktory

Výzkum a vývoj jako součást vědy a technologií představuje klíčový hybný prvek zvyšování produktivity, ekonomického růstu, zaměstnanosti, udržitelného rozvoje a sociální soudržnosti.

Tabulka 13: Výdaje na vědu a výzkum (VaV) v sektorech provádění podle zdrojů jejich financování, v mil. Kč (běžné ceny)

Sektor provádění VaV, zdroje financování VaV	2008	2009	2010	2011	2012	2013
ČR celkem (GERD)	49 872	50 875	52 974	62 753	72 360	77 853
Podnikatelské z ČR	22 467	20 226	21 597	23 648	26 328	29 269
Podnikatelské ze zahraničí	3 467	4 431	5 160	6 242	7 136	8 563
Veřejné z ČR	22 342	24 301	23 539	26 179	26 616	26 987
Veřejné ze zahraničí	964	1 305	2 216	6 093	11 622	12 576
Ostatní z ČR	631	612	461	591	658	459
Ostatní z ČR = součet vlastních příjmů vysokých škol a soukromého neziskového sektoru						

(Zdroj: ČSÚ, 2015, [online], [cit. 2015-03-16])

Celkové výdaje na VaV zahrnují veškeré neinvestiční a investiční výdaje vynaložené ve sledovaném roce na VaV prováděný na území daného státu, a to bez ohledu na zdroj jejich financování. Celkové výdaje na VaV provedený v roce 2013 na území České republiky činily 77,9 mld. Kč, což odpovídalo 1,91% podílu na HDP. V obou případech jde o nejvyšší zaznamenané hodnoty za celé sledované období. Mezi lety 2010-2013 došlo ke značnému nárůstu těchto výdajů, a to téměř o 25 mld. Kč.

Největším dílem se na nárůstu výdajů, který v posledním roce činil 5,5 mld. Kč, podílely domácí podnikatelské zdroje. Meziročně vzrostly o 3 mld. Kč a s 29 mld. Kč byly v roce 2013 největším zdrojem financování VaV na území ČR. Výdaje státního rozpočtu určené na VaV zůstaly v roce 2013 přibližně na stejné úrovni jako o rok dříve.

V posledních pěti letech se na financování VaV provedeného v ČR podílejí veřejné zdroje nadpoloviční většinou, a to především díky narůstajícím zdrojům z EU. V roce 2012 dosáhl jejich podíl na financování VaV provedeného v ČR již 54 %. Díky většímu

meziročnímu nárůstu podnikatelských zdrojů z ČR i ze zahraničí se podíl soukromých zdrojů přiblížil veřejným. V roce 2013 to bylo 51 % ku 49 % pro veřejné zdroje.

Společnost ŽĐAS v roce 2013 vynaložila na výzkum a vývoj částku ve výši 58,6 mil. Kč, což bylo o 22 mil. Kč více, než v roce 2012. Klíčovou aktivitou byla ve společnosti ŽĐAS studie nových pohonů s využitím „servopump“. Jedná se o velice sofistikovaný systém integrující přesné řízení procesu do pohonného motoru hydrogenerátoru. Tato progresivní technologie by měla najít široké uplatnění v portfoliu strojů a zařízení nesoucí značku ŽĐAS.

4.2 Zahraniční vývoj makroekonomických indikátorů

Pro srovnání vývoje makroekonomických indikátorů české ekonomiky (HDP, inflace) jsem zvolil EU, dále Německo a Slovensko.

4.2.1 EU

Evropská Unie byla pro srovnání zvolena převážně z důvodu členství České republiky v této mezinárodní organizaci.

Tabulka 14: Vývoj a predikce HDP (roční ve stálých cenách) EU za roky 2007 - 2016

Rok	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
HDP (v %)	Skutečnost							Predikce		
EU 12	2,9	0,3	-4,4	2,0	1,6	-0,7	-0,5	0,8	1,0	1,5
EU 28	3,1	0,4	-4,4	2,0	1,8	-0,4	0,1	1,3	1,4	1,9

(Zdroj: MFČR, 2015, [online], [cit. 2015-03-15])

Predikce vývoje ekonomiky v EU 28 ukazuje, že EU by měla růst do 2 % HDP. Tento růst je srovnatelný s růstem HDP v Německu. Ve srovnání například s Čínou je za všechna predikovaná období růst HDP v EU v průměru o 5,4 % nižší.

Tabulka 15: Vývoj inflace v EU za roky 2007 - 2014

Rok	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Inflace (v %)	Skutečnost							
EU 28	2,4	3,7	1,0	2,1	3,1	2,6	1,5	0,6

(Zdroj: ČSÚ, 2015, [online], [cit. 2015-03-16])

4.2.2 Německo

Spolkovou republiku Německo ve srovnání uvádím hlavně z důvodu silného navázání české ekonomiky právě na ekonomiku německou. Německá ekonomika je největší ekonomikou v Evropě a v posledních letech je „ekonomickým tahounem“ EU.

Tabulka 16: Vývoj a predikce HDP (roční ve stálých cenách) Německa

Rok	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
HDP (v %)	Skutečnost							Predikce		
Německo	3,4	0,8	-5,6	3,9	3,7	0,6	0,2	1,4	1,0	1,7

(Zdroj: MFČR, 2015, [online], [cit. 2015-03-15])

Tabulka 17: Vývoj inflace v Německu za roky 2007 - 2014

Rok	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Inflace (v %)	Skutečnost							
Německo	2,3	2,8	0,2	1,2	2,5	2,1	1,6	0,8

(Zdroj: ČSÚ, 2015, [online], [cit. 2015-03-16])

4.2.3 Slovensko

Slovenská republika je do srovnání zařazena z důvodu sídla společnosti Železiarne Podbrezová, která je mateřskou společností akciové společnosti ŽĎAS. Vývoj HDP na Slovensku je pro společnost ŽĎAS důležitý zejména z pohledu výplaty dividend. Společnost Železiarne Podbrezová v současné době prožívá těžké časy a v černých číslech ji drží právě dividendy vyplacené firmou ŽĎAS.¹⁵

Tabulka 18: Vývoj a predikce HDP (roční ve stálých cenách) Slovenska

Rok	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
HDP (v %)	Skutečnost							Predikce		
Slovensko	10,7	5,4	-5,3	4,8	2,7	1,6	1,4	2,4	2,5	2,9

(Zdroj: MFČR, 2015, [online], [cit. 2015-03-15])

Tabulka 19: Vývoj inflace na Slovensku za roky 2007 - 2014

Rok	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Inflace (v %)	Skutečnost							
Slovensko	1,9	3,9	0,9	0,7	4,1	3,7	1,5	-0,1

(Zdroj: ČSÚ, 2015, [online], [cit. 2015-03-16])

¹⁵ Dividendy vyplacené akciovou společností ŽĎAS v roce 2012 byly ve výši 250 mil. Kč a v roce 2013 v částce 130 mil. Kč.

Dle predikce MFČR by měl vývoj HDP na Slovensku kopírovat vývoj HDP v České republice. V roce 2016 by dokonce měl být růst HDP na Slovensku o 0,4 % větší než v ČR.

4.3 Analýza Oborového okolí

Zpracovatelský průmysl, jehož součástí je i akciová společnost ŽĎAS, představuje v české ekonomice jeden z klíčových zdrojů hrubého domácího produktu. V roce 2013 činil jeho podíl na celkové hrubé přidané hodnotě (v běžných cenách, sezóně očištěno) 25,1 %. Podíl zpracovatelského průmyslu na celkových tržbách průmyslu ČR v roce 2013 činil 90,9 % (MPO, 2015, [online], [cit. 2015-01-05]).

4.3.1 Struktura podniků působících v daném odvětví

Z tabulky 20 je patrné, že největší podíl zpracovatelského průmyslu tvoří podniky s 0 - 49 zaměstnanci. V tabulce jsou obsaženy jak právnické osoby, tak i fyzické osoby zapsané v obchodním rejstříku a také fyzické osoby podnikající na základě Živnostenského zákona a zvláštních předpisů.

Tabulka 20: Struktura podniků ve zpracovatelském průmyslu ČR dle počtu zaměstnanců

Ukazatel	Počet zaměstnanců	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Počet aktivních subjektů	0-49	144 898	150 044	163 523	168 790	170 058	n. a.
	50-249	3 474	3 181	3 080	3 026	3 052	n. a.
	250 a více	877	740	741	780	779	n. a.

(Zdroj: ČSÚ, 2015, [online], [cit. 2015-03-05])

Tabulka 21 je sestavená z přílohy k Finanční analýze podnikové sféry 2013 dle MPO. Zdrojem dat pro tuto Finanční analýzu bylo statistické šetření ČSÚ. Z údajů je zřejmé, že podniky pod státní kontrolou tvoří nepatrné procento z celkového počtu podniků a podniky pod zahraniční kontrolou tvoří za všechna sledovaná období více jak 65 % z uvedených podniků. Do kategorie podniků pod zahraniční kontrolou patří i akciová společnost ŽĎAS.

Tabulka 21: Struktura podniků ve zpracovatelském průmyslu ČR dle ovládající osoby

Ukazatel (jednotky)	Podniky pod kontrolou:	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Počet aktivních subjektů	státní	11	9	6	8	8	8
	domácí	272	218	241	239	239	239
	zahraniční	572	563	527	539	545	545
	celkem	855	790	774	786	792	792

(Zdroj: MPO, 2014, [online], [cit. 2014-11-05])

4.3.2 Porterův model pěti konkurenčních sil

Porterův pětifaktorový model konkurenčního prostředí patří mezi nástroje pro analýzu oborového okolí podniku. Tento model, jak již vyplývá z názvu, hodnotí pět základních faktorů, které určují strategickou pozici firmy v odvětví.

Vyjednávací síla zákazníků

Intenzita vyjednávací síly zákazníků se mírně liší podle jednotlivých oblastí produktového portfolia společnosti. Společnost ŽĐAS, a. s., dodává většinu svých výrobků jako investiční celky pro velké společnosti, které vyvíjejí velký tlak na snižování ceny, ovšem při zachování všech požadavků na kvalitu.

Od roku 2008, a troufám si říci, doposud ovlivňuje trh další fenomén, a to světová ekonomická krize (recese). Ta způsobila propad objemu zakázek mnoha firem, což ještě přiosťřilo boj mezi konkurenty o to vyhrát, prodat a přežít, což značně posílilo vyjednávací pozici zákazníků.

Z těchto důvodů hodnotím současnou vyjednávací sílu zákazníků jako velmi vysokou.

Vyjednávací pozice dodavatelů

Jak již bylo řečeno, ekonomická krize ovlivnila mnoho firem, mezi kterými byly i podniky dodávající společnosti ŽĐAS, a. s., která v ČR patří mezi nejvýznamnější odběratele feroslitin, energií a železného šrotu. Výsledkem tvrdých jednání jsou rámcové smlouvy (většinou roční) s nejlevnějšími dodavateli, které zahrnují množstevní slevy, delší dobu splatnosti faktur atd.

Z uvedených důvodů hodnotím vyjednávací pozici dodavatelů jako velmi nízkou.

Intenzita konkurence

Společnost ŽĐAS, a. s. operuje již z hlediska své velikosti a nabízeného portfolia výrobků na globálním trhu, protože pouze lokální trh by neposkytoval dostatek zakázek. V posledních letech společnost realizovala zakázky v Rusku, Číně, Německu, Ukrajině, Argentíně atd. Stejně tak globálně působí i konkurence. Pokud se podíváme na strukturu konkurence ve světě, tak největší konkurenti pocházejí z Itálie: firma Danieli; z Německa: firmy Siemens, SMS Siemag a Schuller AG; z Rakouska: firma VoestAlpine; z Finska: firma Metso; ze Švýcarska: firma ABB Group a dále firmy z Číny. Dále najdeme mnoho dalších konkurentů, kteří již ale nekonkurují v rámci celého portfolia značky ŽĐAS, a. s. např. Třinecké železářny, a. s., ArcelorMittal Ostrava, a. s., atd.

Vzhledem k výše řečenému a propadu počtu zakázek, které jsem zmínil již dříve, hodnotím intenzitu konkurence jako velmi vysokou.

Hrozba vstupu nových podniků

Konkurence v oboru, kde společnost ŽĐAS, a. s. působí, je již delší dobu neměnná a známá. Vstup do tohoto segmentu by vyžadoval značný kapitál, zkušené a kvalifikované zaměstnance a lepší produkty s vyšší přidanou hodnotou, což je dle mého názoru nemožné, protože všechny výše uvedené společnosti investují výrazné sumy do vývoje a rozvoje nových a lepších produktů, materiálů a přidané hodnoty pro zákazníka.

Dále nesmíme zapomínat na fakt, že momentálně trh neposkytuje dostatek příležitostí ani již pro zavedené podniky v oboru.

Z těchto důvodů je vstup nových konkurentů prakticky vyloučen a tuto hrozbu tedy hodnotím jako velmi nízkou (prakticky nulovou).

Hrozba substitutů

Tuto hrozbu hodnotím jako velmi nízkou, a to z důvodu nenahraditelnosti a vysoké specifikace výrobků značky ŽĐAS.

4.4 Analýza interních faktorů

K analýze interních faktorů je využit rámec „7 S faktorů“ konzultační firmy Mc Kinsey (RAIS; DOSKOČIL, 2007).

4.4.1 Strategie

Strategie akciové společnosti je formulovaná velmi obecně a zní: Jako jakýkoliv jiný podnik kdekoli na světě, tak i akciová společnost ŽĎAS se snaží neustále rozvíjet, inovovat svoji produkci a rozšiřovat tak svoje obchodní teritoria.

K prioritním cílům akciové společnosti patří především výroba dobrých výrobků špičkové kvality, které uspokojí potřeby zákazníků. Dále zavádění pokrokových technologií, které „porážejí“ konkurenci, zlevňují výrobu a přinášejí zákazníkům maximální kvalitu.

Je kladen důraz na to, aby nové postupy výroby byly šetrnější k ochraně životního prostředí a zvyšovaly bezpečnost práce. Růst hodnoty firmy na základě dobrých obchodních a ekonomických výsledků je samozřejmě nedílnou součástí požadavků akcionářů.

4.4.2 Struktura firmy

Vrcholovým orgánem akciové společnosti ŽĎAS je valná hromada. Stanovy společnosti uvádějí, že společnost ŽĎAS má jediného akcionáře a dále, že po dobu, kdy má společnost jediného akcionáře, se valná hromada nekoná a působnost valné hromady vykonává jediný akcionář - Železiarne Podbrezová a. s., a to prostřednictvím svého statutárního orgánu (JUSTICE, 2015, [online], [cit. 2015-02-10]).

Dozorčí rada je kontrolním orgánem společnosti a má šest členů, kteří jsou voleni valnou hromadou, v našem případě představenstvem akciové společnosti Železiarne Podbrezová.

Statutárním orgánem je představenstvo, které řídí činnost společnosti a jedná jejím jménem. Představenstvo společnosti ŽĎAS je tvořeno převážně vrcholovými manažery společnosti a k 31. 12. 2013 mělo členy uvedené v následující tabulce.

Tabulka 22: Představenstvo akciové společnosti ŽĎAS - Žďár nad Sázavou

Funkce	Jméno a příjmení
Předseda	Ing. Vladimír Soták
Místopředseda	Ing. Miroslav Šabart
Člen	Ing. Jaroslav Mačejovský
Člen	Ing. Zbyněk Matulka
Člen	Ing. Ivan Trajtl
Člen	Ing. Štefan Pintér
Člen	Ing. Stanislav Hrdina
Člen	Ing. Ludovít Ihring

(Zdroj: JUSTICE, 2014, [online], [cit. 2014-12-29])

Vrcholové vedení společnosti ŽĎAS je tvořeno generálním ředitelem a šesti řediteli, jež mu jsou podřízeni.

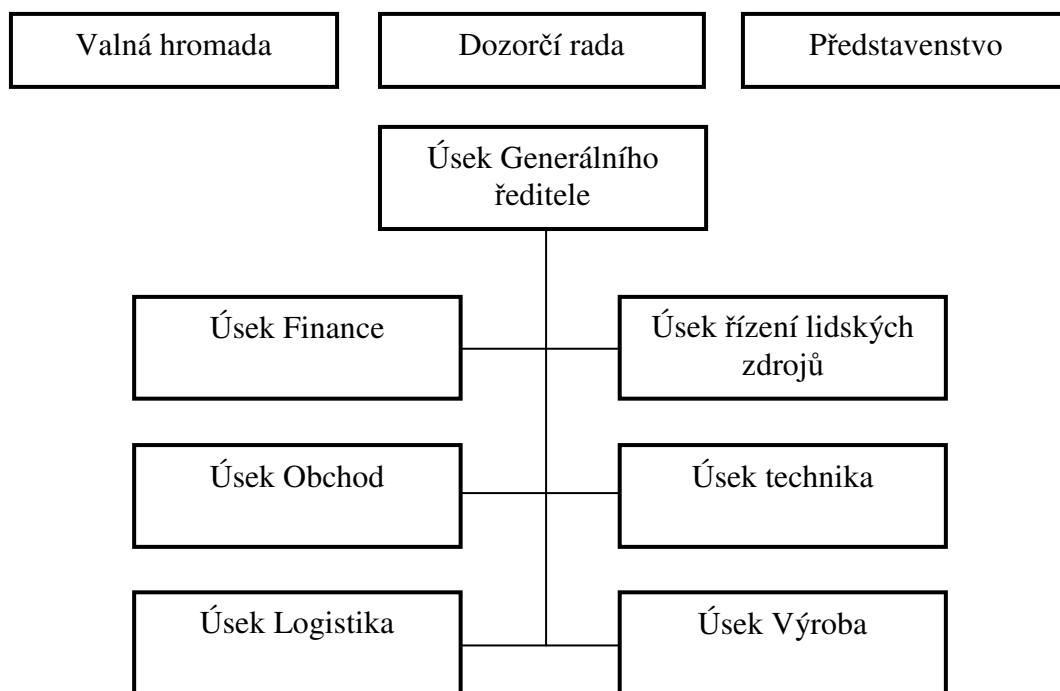
Tabulka 23: Vrcholové vedení akciové společnosti ŽĎAS - Žďár nad Sázavou

Funkce	Jméno a příjmení
Generální ředitel	Ing. Miroslav Šabart
Finanční ředitel	Ing. Jaroslav Mačejovský
Výrobní ředitel	Ing. Zbyněk Matulka
Technický ředitel	Ing. Ivan Trajtl
Ředitel logistiky	Ing. Štefan Pintér
Obchodní ředitel	Ing. Stanislav Hrdina
Personální ředitel	Ing. Michal Kadlec

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Po porovnání organizační struktury s ArcelorMittal Ostrava a. s., který je největším výrobcem železa a oceli v České republice je viditelné, že společnost ŽĎAS má stejný počet ředitelů. Podobná je i situace při porovnání organizační struktury s Třineckými železárnami a. s., které mají pouze o jednoho ředitele méně než akciová společnost ŽĎAS (ArcelorMittal Ostrava, 2015, [online], [cit. 2015-02-20]; TŘINECKÉ ŽELEZÁRNY, 2015, [online], [cit. 2015-02-20]).

Obrázek 6: Organizační struktura akciové společnosti ŽĎAS - Žďár nad Sázavou



(Zdroj: JUSTICE, 2014, [online], [cit. 2014-12-29])

4.4.3 Systémy

Firma disponuje vysoce kvalifikovaným výrobním a technickým personálem, moderní výrobní a vývojovou základnou a kvalitními mezinárodními referencemi ve všech výrobních oborech. Je držitelem mezinárodních certifikací v souladu s normami EN ISO 9001:2008, EN ISO 14001:2004 a OHSAS 18001:2007 (ŽĎAS, 2014, [online], [cit. 2014-12-28]).

O vysoké kvalitě poskytovaných výrobků a služeb dále svědčí další různá ocenění. U společnosti ŽĎAS je to například získání 21. a 22. zlaté medaile na Mezinárodním strojírenském veletrhu v Brně. Dále např. japonská firma Nakamura Iron Works po úspěšné opravě lisu CKW 1600 firmou ŽĎAS, a. s. byla natolik spokojena s provedením této akce, že i generální opravu spojenou s rekonstrukcí pohonu a elektrického zařízení lisu Mitsubishi 4000t se rozhodla realizovat právě ve společnosti ŽĎAS.

Pokud opět porovnáme společnost ŽĎAS s konkurujícími podniky, vidíme že, společnost ArcelorMittal Ostrava, a. s. je držitelem stejných certifikací jako společnost

ŽĎAS, tedy EN ISO 9001:2008 (zavedla jako první hutní podnik v České republice již v roce 1992), EN ISO 14001:2004, OHSAS 18001:2007. Společnost Třinecké železářny není v současné době certifikována pouze v oblasti BOZ, ale na svých oficiálních internetových stránkách se zavazuje plnit všechny zákonná ustanovení v této oblasti (ArcelorMittal Ostrava, 2015, [online], [cit. 2015-02-25]; TŘINECKÉ ŽELEZÁŘNY, 2015, [online], [cit. 2015-02-25]).

4.4.4 Styl řízení

V akciové společnosti ŽĎAS se uplatňuje autoritativní styl řízení a to ve všech stupních řízení. Vedoucí jednotlivých úseků rozhodují samostatně a na vlastní zodpovědnost, samozřejmě pouze v rámci svých kompetencí a pravomocí. Tento styl se uplatňuje i v rámci koncernu, kdy akciová společnost Železiarne Podbrezová jako mateřská společnost rozhoduje o vrcholových věcech v rámci ŽĎAS.

4.4.5 Spolupracovníci

Lidský kapitál je v současnosti jednou z nejdůležitějších složek podniku. Podnik by se měl tedy v maximální míře snažit vytvářet příznivé klima a podporovat kulturu podniku tak, aby motivoval své zaměstnance k vysokým výkonům a byl atraktivní pro nové uchazeče. S tím souvisí i budování image, prestiže a dobrého jména podniku, tzv. goodwill může významně přispět ke zvýšení tržní hodnoty podniku.

Firma ŽĎAS disponuje širokou základnou spolupracovníků. Pro jednotlivé úrovně je samozřejmostí odborné vzdělání a vysoká kvalifikovanost potřebná pro výkon práce.

Tabulka 24: Věková a kvalifikační struktura zaměstnanců akciové společnosti ŽĎAS

Věkový interval	Počet zaměstnanců	Podíl (v %)	Vzdělání	Podíl (v %)
20 a méně	38	2	Základní	6
21 - 30	374	15	Střední odborné s vyučením	47
31 - 40	500	20	úplné střední - maturita	38
41 - 50	737	30	vyšší odborné	1
51 - 60	724	29	vysokoškolské	8
61 a více	106	4		
Celkem	2 479	100		

(Zdroj: Vlastní zpracování)

4.4.6 Sdílené hodnoty

Pravidla jednání určují normy jak psané tak nepsané, na kterých funguje organizace a provoz podniku. Vyjadřují a definují mimo jiné hierarchické postavení členů organizace, a tím blíže specifikují její vnitřní strukturu. Míra přesně stanovených pravidel jednání se v jednotlivých podnicích liší a podle stupně centrálnosti řízení a rozhodování můžeme rozlišovat různé způsoby a koncepty vedení podniku od více autoritativních po ty, co jsou zaměřeny na prohloubenou týmovou práci. Akciová společnost ŽĎAS, a. s., má vytvořeny rozsáhlé soubory norem, směrnic, předpisů a rozhodnutí, která jsou nedílnou součástí organizačního řízení firmy.

Železiarne Podbrezová jako majoritní vlastník ŽĎAS, a. s. má propracovanou firemní kulturu, kterou uplatňuje ve všech svých firmách sdružených v koncernu Podbrezová Group. Využívají se synergické efekty firem sdružených v koncernu.

Lidé z akciové společnosti ŽĎAS, a. s. patří k nejlepším v oboru. Využívají individuální přístup k zákazníkům, vytváří neustálé hodnotové inovace pro zákazníky a respektují aktuální potřeby zákazníků a vše doprovází dnes již téměř samozřejmými principy slušnosti. Mohou se opírat o více jak 60ti-letou výrobní tradici, zkušenosti a vynikající reference.

K pravidelným rituálům akciové společnosti ŽĎAS, a. s. patří každoroční novoroční příchůvek k zahájení nového hospodářského roku na nedalekém zámku rodiny Kinských. Dále pravidelné pondělní porady členů představenstva včetně videokonference s majiteli. Čtvrtletní operativní porady vrcholového a středního managementu firmy. Vedoucí pracovníci jednotlivých úseků firmy provádí každodenní dispečink z důvodů informovanosti, kontroly a přehledu ve firmě.

K méně pravidelným rituálům patří především golfové turnaje v České, Slovenské republice a příležitostně i v zahraničí např. v Turecku, kterých se účastní vrcholoví představitelé Podbrezová Group, zástupci bank a nejvýznamnější dodavatelé a odběratelé.

4.4.7 Schopnosti

Dlouholetá tradice, schopnost přizpůsobit se negativním vnějším faktorům, udržení se na trhu a tržního podílu, naplnění výrobního programu, spokojenost a dobré reference zákazníků je jednoznačným důkazem o vysoké schopnosti managementu, a to nejen vrcholového, ale i středního a nižšího.

4.5 Shrnutí výsledků strategické analýzy

Tabulka 25: Shrnutí výsledků strategické analýzy (analýza atraktivity trhu)

Kritérium	Váha	Bodové ohodnocení kritéria atraktivity							Váha × Body
		Negativní		Průměr			Pozitivní		
		0	1	2	3	4	5	6	
Růst trhu	3					X			12
Velikost trhu	2							X	12
Intenzita konkurence	3		X						3
Průměrná rentabilita	2					X			8
Bariéry vstupu	1							X	6
Možnosti substituce	1				X				3
Citlivost na konjunkturu	1		X						1
Struktura zákazníků	2					X			8
Vliv prostředí	1				X				3
Celkem	16								56

(Zdroj: Vlastní zpracování dle: (MAŘÍK, 2011, s. 66))

Akciová společnost ŽĐAS, jak již bylo řečeno, působí (z hlediska své velikosti a nabízeného portfolia výrobků) na globálním trhu, protože pouze lokální trh by neposkytoval dostatek zakázek. Jako relevantní trh společnosti ŽĐAS je ve výpočtové části vymezen trh zpracovatelského průmyslu ČR (průměrný růst od roku 2001 do roku 2013 = 105,402 %) z důvodu velkých, nahodilých a zpravidla jednorázových zakázek akciové společnosti ŽĐAS na různých světových trzích (rok 2006 - Argentina, rok 2007 - USA, rok 2009 - Rusko, rok 2015 - Alžír apod.). Na základě uvedených argumentů hodnotím růst a velikost trhu jako pozitivní.

Intenzita konkurence je v předcházející tabulce ohodnocena negativně, bariéry vstupu do odvětví jsou naopak ohodnoceny velmi pozitivně a obě uvedené části jsou zdůvodněny v Porterově pětifaktorovém modelu konkurenčního prostředí.

Možnosti substituce jsou na průměrné hodnotě. Pozitivně na tuto oblast působí velká specifikace a nenahraditelnost výrobků nesoucí logo akciové společnosti ŽĎAS, na druhou stranu negativně na možnosti substituce působí velké množství konkurentů nabízejících podobné výrobky.

Průměrná rentabilita závisí na bariérách vstupu do odvětví a možnostech substituce výrobků. Tato rentabilita je tím vyšší, čím větší jsou bariéry vstupu do odvětví a nižší možnosti substituce.

Kritérium citlivost trhu na konjunkturu lze dle Maříka (2011) vyjádřit:

- jednak procentní změnou poptávky na příslušném zkoumaném trhu při procentní změně např. HDP,
- dále pomocí výkyvů ve využití výrobních kapacit,
- pomocí změny zaměstnanosti apod.

Citlivost na konjunkturu je u akciové společnosti ŽĎAS hodnocena jako negativní, tzn. že společnost je velmi citlivá. Zdůvodnění najdeme jednak ve výkazech společnosti a to při pohledu na řádek tržby za prodej vlastních výrobků a služeb (v roce 2009 po vypuknutí celosvětové finanční krize byl u akciové společnosti ŽĎAS propad tržeb o téměř 1 262 mil. Kč). Tento předpoklad potvrzuje i snížení počtu zaměstnanců (v roce 2009) o 371.

Obecně se u struktury zákazníků považuje za nevýhodnější stav, kdy je více zákazníků daného odvětví nebo trhu. Struktura zákazníků je u společnosti ŽĎAS velmi rozmanitá a dá se říci, že mezi zákazníky patří většina výrobních podniků působících na globálním trhu.

Vliv prostředí je zdokumentován a zhodnocen pomocí PEST analýzy (viz kapitola 4.1).

Tabulka 26: Legenda k tabulce č. 25

Negativní	Průměr	Pozitivní
0 - 38 bodů	39 - 57 bodů	58 - 96 bodů

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Závěrem lze říci, že v případě akciové společnosti ŽĎAS se atraktivita analyzovaného trhu pohybuje na horní hranici průměru.

5 Finanční analýza podniku

Finanční analýza je v pořadí druhou významnou částí procesu ocenění podniku. Tato analýza umožňuje zhodnotit současnou finanční situaci oceňovaného podniku a slouží pro identifikaci potencionálních rizik a příležitostí plynoucích z jeho fungování.

5.1 Výkazy společnosti ŽĎAS, a. s.

Společnost ŽĎAS, a. s. sestavuje účetní závěrku v souladu se zákonem č. 563/1991 Sb. o účetnictví v platném znění, vyhláškou č. 500/2002 Sb., kterou se provádějí některá ustanovení zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví, pro účetní jednotky, které jsou podnikateli účtujícími v soustavě podvojného účetnictví, v platném znění a Českými účetními standardy pro podnikatele v platném znění (JUSTICE, 2014, [online], [cit. 2014-12-29]).

Účetnictví společnosti respektuje obecné účetní zásady, především zásadu o oceňování majetku historickými cenami s výjimkou některých oblastí,¹⁶ zásadu účtování ve věcné a časové souvislosti, zásadu opatrnosti a předpoklad o schopnosti účetní jednotky pokračovat ve svých aktivitách.

Akciová společnost ŽĎAS sestavuje účetní závěrku ke konci kalendářního roku, tedy k datu 31. 12., účetní závěrku, zpracování výkazů a soulad výroční zprávy s účetní závěrkou ověřuje nezávislý auditor.¹⁷ U společnosti ŽĎAS je tímto nezávislým auditorem společnost Deloitte Audit s. r. o.

5.2 Analýza absolutních ukazatelů

V následující části budou představeny výsledky horizontální a vertikální analýzy účetních výkazů společnosti ŽĎAS. Zvlášť budou analyzována aktiva (majetek) společnosti a zvlášť pasiva (zdroje financování).

¹⁶ Deriváty - ocenění pomocí reálné hodnoty.

¹⁷ Akciová společnost ŽĎAS má dle § 20 odst. (1) Zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví povinnost nechat si účetní závěrku ověřit auditorem.

5.2.1 Analýza aktiv

Následující tabulka zobrazuje výsledky horizontální analýzy. Výsledky jsou uvedeny v procentech a v mil. Kč.

Tabulka 27: Horizontální analýza aktiv společnosti ŽĎAS

Rok	2008 - 2009		2009 - 2010		2010 - 2011		2011 - 2012		2012 - 2013	
	%	mil. Kč	%	mil. Kč	%	mil. Kč	%	mil. Kč	%	mil. Kč
Σ Aktiv	-15,9	-656	0,6	21	-1,6	-56	0,1	3	-5,0	-174
Stálá aktiva	3,2	56	0,7	13	-0,8	-14	3,4	61	-1,2	-22
Oběžná aktiva	-29,8	-712	0,5	9	-2,5	-42	-3,5	-57	-9,6	-152
Časové rozlišení	22,8	1	-14,9	-0,9	5,3	0,3	-8,1	-0,5	16,6	0,9

(Zdroj: Vlastní zpracování)

V analyzovaném období nelze sledovat jednoznačný vývoj celkové bilanční sumy (dochází ke střídavému poklesu a nárůstu). Nejvýznamnější pokles bilanční sumy byl zaznamenán mezi roky 2008 a 2009, v absolutním vyjádření činil tento pokles 656 mil. Kč. Tento pokles byl způsoben převážně poklesem oběžných aktiv (712 mil. Kč v absolutním vyjádření). Pokles oběžných aktiv byl způsoben převážně poklesem zásob (467 mil. Kč v absolutním vyjádření) a poklesem krátkodobých pohledávek (255 mil. Kč v absolutním vyjádření). Tyto poklesy byly částečně kompenzovány nárůstem dlouhodobého hmotného majetku (59 mil. Kč v absolutním vyjádření), ve kterém největší nárůst zaznamenala položka samostatné movité věci a soubory movitých věcí. V následujících letech 2009 - 2012 již žádné výraznější změny bilanční suma nezaznamenala. V těchto letech docházelo ke střídavému poklesu a nárůstu zásob, což se odrazilo v mírném nárůstu a poklesu celkové bilanční sumy. K výraznějšímu poklesu došlo mezi léty 2012 a 2013, kdy celková bilanční suma poklesla v absolutním vyjádření o 174 mil. Kč. Na tomto poklesu se podílel nejen pokles dlouhodobého majetku, ale také pokles oběžných aktiv, ve kterých v absolutním vyjádření zaznamenala největší pokles položka zásoby (151 mil. Kč) a položka krátkodobý finanční majetek (37 mil. Kč).

V následující tabulce jsou uvedeny výsledky vertikální analýzy. Výsledky jsou uvedeny v procentech.

Tabulka 28: Vertikální analýza aktiv společnosti ŽĐAS

	AKTIVA	2008	2009	2010	2011	2012	2013
	Aktiva celkem	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
B.	Dlouhodobý majetek	42,00	51,52	51,59	52,02	53,74	55,92
B.I.	DNM	0,41	0,40	0,17	0,32	0,51	0,40
B.II.	DHM	36,55	45,13	45,36	45,57	47,26	49,32
B.III.	DFM	5,04	5,99	6,06	6,13	5,97	6,20
C.	Oběžná aktiva	57,87	48,30	48,25	47,82	46,11	43,90
C.I.	Zásoby	32,44	25,70	26,89	23,59	28,92	25,83
C.II.	Dlouhodobé pohledávky	0,18	0,21	0,19	0,17	0,16	0,15
C.III.	Krátkodobé pohledávky	23,04	20,04	18,22	19,96	15,04	16,93
C.IV.	Krátkodobý finanční majetek	2,21	2,35	2,95	4,09	1,99	0,98
D.I.	Časové rozlišení	0,12	0,18	0,15	0,16	0,15	0,18

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Z hlediska struktury majetku se společnost řadí od roku 2009 mezi kapitálově těžké (od roku 2009 dlouhodobý majetek převládá a tvoří od 51,52 do 55,92 % celkových aktiv). V rámci dlouhodobého majetku je nejvíce zastoupen dlouhodobý hmotný majetek, který od roku 2008 z hodnoty 36,55 % narostl na hodnotu 49,32 % (nárůst o 12,77 %). Dlouhodobý hmotný majetek je zejména ve formě staveb (12,19 - 15,17 %) a samostatných movitých věcí (14,86 - 26,38 %). Největší změny v položce dlouhodobého hmotného majetku jsou spojeny se zavedením nové výrobní technologie v největší výrobní hale č. 5.

V oběžných aktivech mají největší podíl zásoby (23,59 - 32,44 %), druhé místo zaujímají krátkodobé pohledávky (15,04 - 23,04 %). Oběžná aktiva od roku 2008 klesají (pokles o 13,97 %). Největší podíl na poklesu oběžných aktiv mají zásoby (pokles způsobem převážně úbytkem nedokončené výroby a polotovarů) a krátkodobé pohledávky (výrazný pokles pohledávek z obchodních vztahů). Pokles pohledávek z obchodních vztahů byl způsoben nástupem celosvětové finanční krize, která na společnost ŽĐAS dopadla až ve druhé polovině roku 2009.

5.2.2 Analýza pasiv

Následující tabulka zobrazuje výsledky horizontální analýzy, výsledky jsou uvedeny v procentech a v mil. Kč.

Tabulka 29: Horizontální analýza pasiv společnosti ŽĎAS

Rok	2008 - 2009		2009 - 2010		2010 - 2011		2011 - 2012		2012 - 2013	
	%	mil. Kč	%	mil. Kč	%	mil. Kč	%	mil. Kč	%	mil. Kč
Σ Pasiv	-15,9	-656	0,6	21	-1,6	-56	0,1	3	-5,0	-174
Vlastní kapitál	-0,3	-6	6,0	139	1,5	36	1,9	47	-7,3	-186
Cizí zdroje	-35,8	-650	-10,1	-118	-8,8	-92	-4,6	-44	0,4	3
Časové rozlišení	0,00	0	-100,0	-0,08	-	0	-	0	-	9

(Zdroj: Vlastní zpracování)

V následující tabulce jsou uvedeny výsledky vertikální analýzy, výsledky jsou uvedeny v procentech.

Tabulka 30: Vertikální analýza pasiv společnosti ŽĎAS

	PASIVA	2008	2009	2010	2011	2012	2013
	Pasiva celkem	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
A.	Vlastní kapitál	56,02	66,41	69,98	72,16	73,46	71,69
A.I.	Základní kapitál	33,77	40,14	39,90	40,55	40,51	42,67
A.II.	kapitálové fondy	-4,05	-3,37	-0,56	-0,86	0,11	0,04
A.III.	Rezervní fond a fondy ze zisku	4,50	5,95	5,96	6,18	6,30	6,75
A.IV.	VH minulých let	12,02	21,33	22,59	23,40	23,97	20,03
A.V.	VH běžného účetního období	9,78	2,35	2,08	2,88	2,58	2,21
B.	Cizí zdroje	43,98	33,59	30,02	27,84	26,54	28,05
B.I.	Rezervy	5,09	6,04	4,45	4,72	4,47	3,80
B.II.	Dlouhodobé závazky	4,75	3,08	1,71	1,87	2,19	2,51
B.III.	Krátkodobé závazky	23,97	20,16	16,14	15,75	14,43	15,76
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	10,17	4,32	7,72	5,51	5,44	5,97
C.I.	Časové rozlišení	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,26

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Ve struktuře pasiv zaujímá dominantní postavení vlastní kapitál, který tvoří od 56,02 do 73,46 % celkových pasiv. V rámci vlastního kapitálu je nejvíce zastoupen základní

kapitál a VH minulých let, který od roku 2008 z hodnoty 12,02 % celkových pasiv narostl na hodnotu 20,03 % celkových pasiv (nárůst o 8,01 %). Výsledek hospodaření běžného účetního období tvoří od 2,08 do 9,78 % sumy pasiv a od roku 2009 s výjimkou roku 2011 vykazuje klesající tendenci.

V rámci cizích zdrojů převládají (explicitně neuřčené) krátkodobé závazky, které tvoří od 14,43 do 23,97 % celkových pasiv. Explicitně úročené cizí zdroje (krátkodobé a dlouhodobé bankovní úvěry a výpomoci) tvoří menšinu zdrojů financování (5,44 až 10,17 % sumy pasiv).

Z předcházejícího vyplývá, že společnost ŽĎAS využívá konzervativní strategii financování s orientací převážně na vlastní zdroje financování. Tento způsob financování patří mezi nejdražší (negativní působení na hodnoty rentability), ale současně je nejméně rizikový (pozitivní působení na stabilitu podniku).

5.2.3 Analýza výkazu zisku a ztráty

Následující tabulka zobrazuje výsledky horizontální analýzy výkazu zisku a ztráty, výsledky jsou uvedeny v procentech a v mil. Kč.

Tabulka 31: Horizontální analýza VZZ společnosti ŽĎAS

Rok	2008 - 2009		2009 - 2010		2010 - 2011		2011 - 2012		2012 - 2013	
	%	mil. Kč	%	mil. Kč	%	mil. Kč	%	mil. Kč	%	mil. Kč
Výkony	-40,0	-1 655	6,9	172	11,7	311	0,9	27	-7,9	-236
Výkonová spotřeba	-45,3	-1 083	21,8	285	9,76	155	-0,5	-9	-10,4	-181
Přidaná hodnota	-31,3	-541	-9,0	-107	13,2	143	4,8	58	-5,4	-70
Osobní náklady	-21,5	-225	4,5	37	8,8	75	2,1	19	0,7	7
Odpisy	3,4	6	-3,1	-6	-0,4	-0,7	-1,3	-2	7,0	12
Ostatní provozní výnosy	-24,1	-38	-21,4	-26	8,1	8	-33,3	-34	-11,5	-8
Ostatní provozní náklady	28,8	42	-42,7	-80	-27,0	-29	-8,5	-7	87,0	63
Provozní VH	-65,6	-241	20,9	27	-16,0	-25	19,7	25	-42,0	-65
Finanční VH	-119,4	-163	117,9	-31	-81,8	47	365,8	-38	-92,6	45
Daň z příjmů za běžnou činnost	-81,2	-81	21,5	4	-17,8	-4	-13,3	-3	-18,0	4

VH za běžnou činnost	-79,9	-323	-10,7	-9	36,7	27	-10,6	-11	-18,6	-17
VH za účetní období	-79,8	-322	-11,0	-9	36,7	27	-10,6	-11	-18,6	-17
VH před zdaněním	-80,1	-404	-4,9	-5	23,6	23	-11,1	-13	-18,5	-19

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Jak již bylo řečeno, na společnost ŽĎAS dopadla celosvětová finanční krize až ve druhé polovině roku 2009 a způsobila značný pokles tržeb, a tím i výkonů (pokles o 40,0 %, 1 655 mil. Kč v absolutním vyjádření). Pokles výkonové spotřeby mezi roky 2008 - 2009 (-45,3 %) byl větší než pokles tržeb (-31,0 %), což částečně zmírnilo propad provozního výsledku hospodaření.

V následující tabulce jsou uvedeny výsledky vertikální analýzy výkazu zisku a ztráty, výsledky jsou uvedeny v procentech. Podíl jednotlivých položek byl vyjádřen k sumě veškerých výnosů v daném období.

Tabulka 32: Vertikální analýza VZZ společnosti ŽĎAS

	PASIVA	2008	2009	2010	2011	2012	2013
II.	Výkony	72,99	88,15	87,57	90,57	86,97	89,17
B.	Výkonová spotřeba	42,19	46,47	52,56	53,40	50,55	50,41
+	Přidaná hodnota	30,54	42,26	35,71	37,41	37,30	39,27
C.	Osobní náklady	18,43	29,12	28,26	28,45	27,64	30,99
E.	Odpisy	3,16	6,58	5,92	5,46	5,13	6,11
IV.	Ostatní provozní výnosy	2,82	4,31	3,15	3,15	2,00	1,97
H.	Ostatní provozní náklady	2,57	6,67	3,55	2,40	2,09	4,35
*	Provozní VH	6,49	4,50	5,06	3,93	4,48	2,89
*	Finanční VH	2,41	-0,94	-1,90	-0,32	-1,42	-0,12
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	1,76	0,67	0,76	0,57	0,47	0,43
**	VH za běžnou činnost	7,14	2,90	2,40	3,04	2,58	2,34
***	VH za účetní období	7,13	2,90	2,40	3,03	2,58	2,34
****	VH před zdaněním	8,90	3,57	3,15	3,61	3,06	2,77

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Dominantní položkou v oblasti nákladů je spotřeba materiálu a energie (30,78 - 41,99 %), v těsném závěsu následovaná položkou osobní náklady (18,43 - 30,99 %)

a s velkým odstupem následují odpisy (3,16 - 6,58 %) a ostatní provozní náklady (2,09 - 6,67 %).

5.3 Analýza poměrových ukazatelů

V rámci analýzy poměrových ukazatelů jsem společnost ŽĎAS analyzoval pomocí ukazatelů rentability (výnosnosti), aktivity (doby obratu), dlouhodobé finanční rovnováhy (zadluženosti), platební schopnosti (likvidity), produktivity práce a nákladovosti. Hodnoty všech výše zmíněných poměrových ukazatelů porovnám s mediánovými hodnotami stejných ukazatelů vypočtených z dat jeho konkurentů, konkrétně 85 podniků z oboru NACE rev. 2, sekce 24, 25 a 28 působících v České republice. Data konkurujících podniků byla získána z databáze AMADEUS.

Pro lepší představu o konkurentech společnosti ŽĎAS uvádím popisnou statistiku hodnot celkových aktiv a tržeb konkurujících podniků za roky 2009 - 2013, které jsou uvedeny v následujících tabulkách.

Tabulka 33: Popisná statistika konkurujících podniků - TRŽBY

Tržby (tis. Kč)	2009	2010	2011	2012	2013
Průměr	1 452 418	1 797 380	2 142 718	2 049 358	2 177 777
Směrodatná odchylka	3 622 280	4 934 492	5 997 505	5 377 981	5 376 627
Minimum	104 755	102 746	152 410	94 255	191 579
Medián	552 357	598 320	762 091	809 530	833 857
Maximum	24 316 165	32 459 355	38 897 280	37 111 160	36 701 467

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Tabulka 34: Popisná statistika konkurujících podniků - CELKOVÁ AKTIVA

Aktiva (tis. Kč)	2009	2010	2011	2012	2013
Průměr	1 910 812	2 000 327	2 117 300	2 069 479	2 165 083
Směrodatná odchylka	7 044 878	7 443 741	7 644 667	7 401 458	7 156 710
Minimum	35 583	40 541	40 957	46 525	0
Medián	524 860	600 940	676 407	677 308	776 803
Maximum	58 926 946	61 894 403	62 924 684	61 929 645	56 841 144

(Zdroj: Vlastní zpracování)

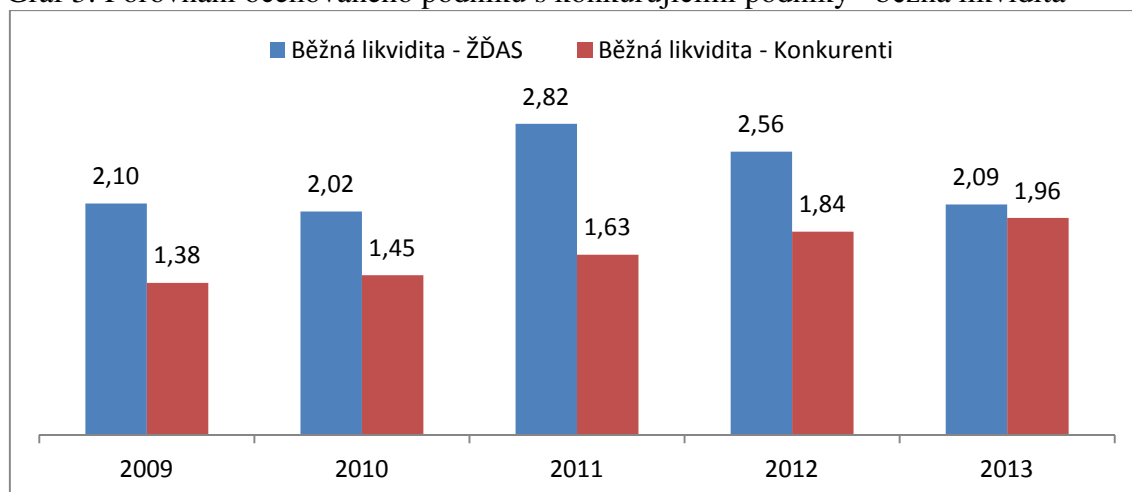
Průměrná hodnota tržeb porovnávaných podniků se pohybuje v rozmezí od 1 452 418 tis. Kč po 2 177 777 tis. Kč. Mediánová hodnota se pohybuje od 552 357 tis. Kč do 833 857 tis. Kč.

Průměrná hodnota aktiv porovnávaných podniků se pohybuje v rozmezí od 1 910 812 tis. Kč po 2 165 083 tis. Kč. Zatímco mediánová hodnota je v rozmezí pouze od 524 860 tis. Kč do 776 803 tis. Kč.

5.3.1 Analýza likvidity

Likvidita neboli schopnost podniku hradit své krátkodobé závazky určuje stabilitu podniku v krátkém období. Tyto ukazatele poměřují to, čím je možno platit s tím, co je nutno platit. Následující grafy zobrazují běžnou, pohotovou a peněžní likviditu.

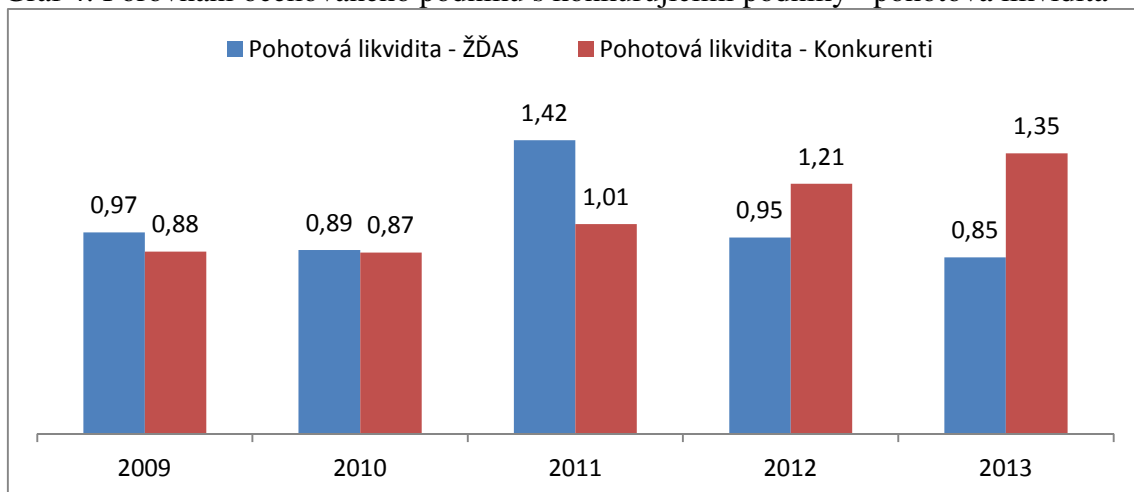
Graf 3: Porovnání oceňovaného podniku s konkurujícími podniky - běžná likvidita



(Zdroj: Vlastní zpracování)

Hodnoty běžné likvidity u konkurujících podniků od roku 2009 vykazují rostoucí tendenci a pohybují se v rozmezí od 1,38 po 1,96. Hodnoty společnosti ŽĎAS se pohybují v rozmezí od 2,02 po 2,82 a ve všech analyzovaných letech převyšují mediánové hodnoty konkurujících společností (akciová společnost ŽĎAS má vázány značné finanční prostředky v zásobách, a to především v nedokončené výrobě a polotovarech, kdy se z důvodu úspor z rozsahu vyrábí více velkých výrobků např. 3 Ks, i když aktuální poptávané množství je pouze 1 Ks). V roce 2013 však došlo k výraznému přiblížení mediánových hodnot konkurujících společností s hodnotami dosahovanými firmou ŽĎAS.

Graf 4: Porovnání oceňovaného podniku s konkurujícími podniky - pohotová likvidita

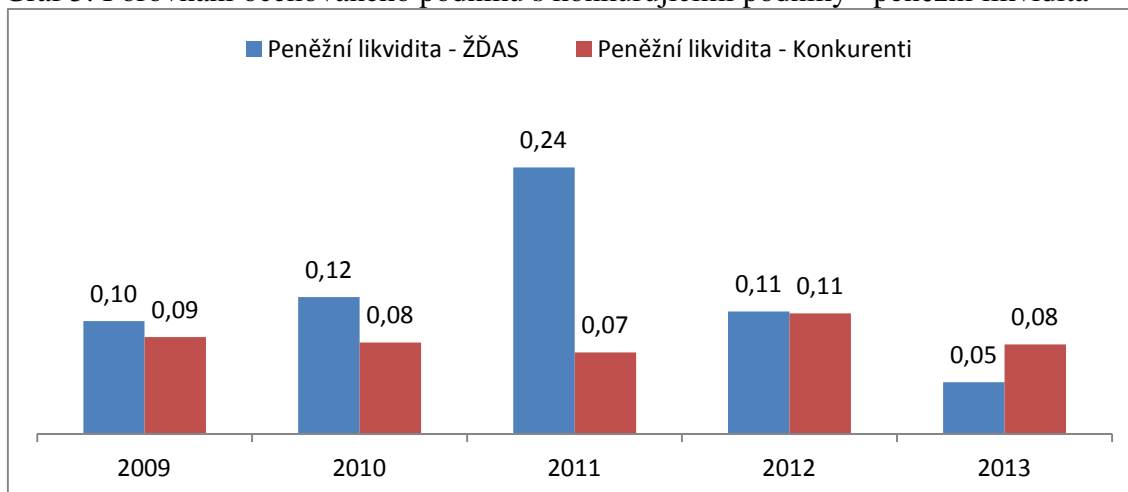


(Zdroj: Vlastní zpracování)

Pohotová likvidita, která na rozdíl od běžné likvidity neuvažuje v čitateli hodnotu zásob (nejméně likvidní části oběžných aktiv), má v prvních dvou letech srovnatelné výsledky u společnosti ŽĎAS a mediánových hodnot konkurujících podniků. V letech 2009 - 2011 dosahuje ŽĎAS vyšších hodnot než konkurující společnosti a v následujících letech je situace opačná.

Následující graf představuje poměr krátkodobého finančního majetku a krátkodobých cizích zdrojů. Mimo roku 2009, kdy akciová společnost ŽĎAS dosáhla výrazněji vyšší hodnoty této likvidity, se hodnoty oceňovaného podniku a konkurujících společností pohybují v rámci srovnatelných úrovní. Vyšší hodnota peněžní likvidity v roce 2009 byla způsobena převážně nárůstem peněz na bankovních účtech a držbou krátkodobých cenných papírů a podílů. Akciová společnost ŽĎAS ponechala vyšší hodnotu na bankovních účtech k 31. 12. 2011 s největší pravděpodobností z důvodu následné výplaty dividend.

Graf 5: Porovnání oceňovaného podniku s konkurujícími podniky - peněžní likvidita



(Zdroj: Vlastní zpracování)

5.3.2 Analýza rentability

Z analýzy likvidity je zřejmé, že podnik není krátkodobě ohrožen. A proto je nyní vhodné zaměřit se na analýzu rentability, tj. jak dokáže podnik zhodnocovat vložené prostředky. Výsledky společnosti ŽDAS opět porovnám s mediánovými hodnotami konkurujících podniků působících v daném odvětví (dále jen obor). V následující tabulce jsou uvedeny vypočtené hodnoty v pořadí:

1. ROA - Rentabilita celkových aktiv ($EBIT / \Sigma A$)
2. Rentabilita tržeb ($EBIT / T$)
3. ROE - Rentabilita vlastního kapitálu (EAT / VK)
4. Rentabilita tržeb (EAT / T)

Tabulka 35: Ukazatele rentability (výnosnosti)

(%)	2009		2010		2011		2012		2013	
	ŽDAS	Obor	ŽDAS	Obor	ŽDAS	Obor	ŽDAS	Obor	ŽDAS	Obor
1.	3,22	1,60	2,92	3,73	3,59	4,34	3,17	5,73	2,77	4,64
2.	3,84	1,52	3,65	3,75	3,87	3,86	3,59	4,80	3,01	4,32
3.	3,54	0,90	2,97	6,00	4,00	7,40	3,51	8,44	3,08	6,92
4.	2,80	0,37	2,59	2,64	3,11	2,82	2,92	3,24	2,40	2,95

(Zdroj: Vlastní zpracování)

U všech ukazatelů rentability lze vypořizovat kolísavý průběh a to nejen u společnosti ŽDAS, ale i u oborových hodnot. U společnosti ŽDAS dosahují ukazatele rentability poměrně nízkých hodnot. Tyto nízké hodnoty jsou právě od roku 2009, kdy společnost,

při celosvětové finanční krizi sice vyráběla a prodávala, ale na úkor rentability (ziskovosti).

5.3.3 Analýza aktivity

V následující tabulce jsou opět porovnány vypočtené hodnoty za společnost ŽĎAS s mediánovými hodnotami oboru v pořadí:

1. Obrat aktiv ($T / \sum A$)
2. Obrat zásob ($T / \text{Zásoby}$)
3. Doba inkasa pohledávek ($\sum \text{pohledávek} / (T / 360)$)
4. Doba splatnosti krátkodobých závazků ($\text{Kr. závazky} / ((N \text{ vynaložené na prodané zboží} + \text{Výkonová spotřeba}) / 360)$)

Tabulka 36: Ukazatele aktivity (doby obratu)

	2009		2010		2011		2012		2013	
	ŽĎAS	Obor	ŽĎAS	Obor	ŽĎAS	Obor	ŽĎAS	Obor	ŽĎAS	Obor
1.	0,84	1,05	0,80	1,00	0,93	1,13	0,88	1,20	0,92	1,07
2.	3,26	6,03	2,98	5,23	3,93	5,50	3,05	6,88	3,56	6,31
3.	87,03	52,13	82,66	55,99	78,22	53,88	61,96	51,20	66,81	50,32
4.	180,53	119,65	113,97	120,48	103,94	105,73	87,73	82,65	105,39	93,42

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Ukazatele aktivity vyjadřují, kolikrát se majetek obrátí v tržbách za rok (čím vyšší je hodnota ukazatele obratu, tím lépe společnost využívá svůj majetek). Společnost ŽĎAS je ve všech analyzovaných obdobích pod oborovými hodnotami. U ukazatele obrat aktiv společnost ŽĎAS za oborem příliš nezaostává a dá se říci, že svůj majetek využívá dobře. Ukazatel obrat zásob je u společnosti ŽĎAS však ve všech analyzovaných obdobích podstatně nižší (v průměru o 2,63), což svědčí o ne příliš dobrém využívání zásob, pozitivně však působí růst tohoto ukazatele od roku 2012.

Dalším pozitivem je, že doba splatnosti závazků je u společnosti ŽĎAS podstatně vyšší než doba inkasa pohledávek tzn., že společnost ŽĎAS dostává od svých odběratelů zaplacení v průměru za 79 dní, ale své závazky platí za podstatně delší dobu v průměru za 122 dní (pozitivní dopad na provozní cash flow).

5.3.4 Analýza nákladovosti

V analýze nákladovosti jsem se zaměřil na výpočet:

1. Přidaná hodnota¹⁸ / T
2. Osobní náklady / T

Tabulka 37: Ukazatele aktivity (doby obratu)

(%)	2009		2010		2011		2012		2013	
	ŽĐAS	Obor	ŽĐAS	Obor	ŽĐAS	Obor	ŽĐAS	Obor	ŽĐAS	Obor
1.	38,33	29,21	40,57	33,64	38,66	31,29	40,63	28,28	41,05	26,59
2.	28,13	23,23	30,53	25,10	29,19	21,89	31,24	20,64	31,78	20,05

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Z předcházející tabulky vyplývá, že společnost ŽĐAS dosahuje podstatně vyššího podílu přidané hodnoty na tržbách oproti konkurujícím společnostem. Mediánové hodnoty oboru se ve sledovaném období pohybují od 26,59 do 33,64 %, zatímco hodnoty společnosti ŽĐAS od 38,33 do 41,05%.

Osobní náklady k tržbám u společnosti ŽĐAS ve všech obdobích převyšují mediánové hodnoty oboru. Možným zlepšením tohoto poměru by bylo využití většího počtu agenturních zaměstnanců, kterých ŽĐAS v současné době využívá v minimální míře.

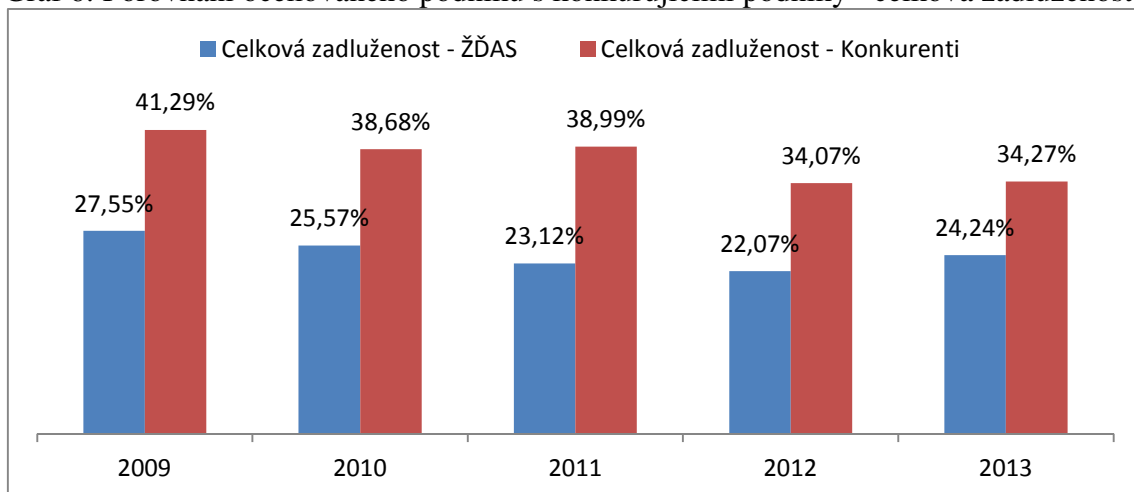
5.3.5 Analýza dlouhodobé finanční rovnováhy

V rámci analýzy zadluženosti se nejprve zaměřím na celkovou míru zadlužení a následně na hodnocení schopnosti podniku hradit nákladové úroky.

Vysoká úroveň zadluženosti při dostatečně velkém úrokovém krytí nemusí nutně znamenat ohrožení životaschopnosti podniku, avšak při nedostatečném úrokovém krytí jde o vysoce rizikový faktor. Celková zadluženost je počítána jako poměr cizích zdrojů snížených o rezervy k sumě pasiv (aktiv). Akciová společnost ŽĐAS má v průměru o téměř 13 % nižší míru zadluženosti, což hovoří ve prospěch finanční stability společnosti ŽĐAS.

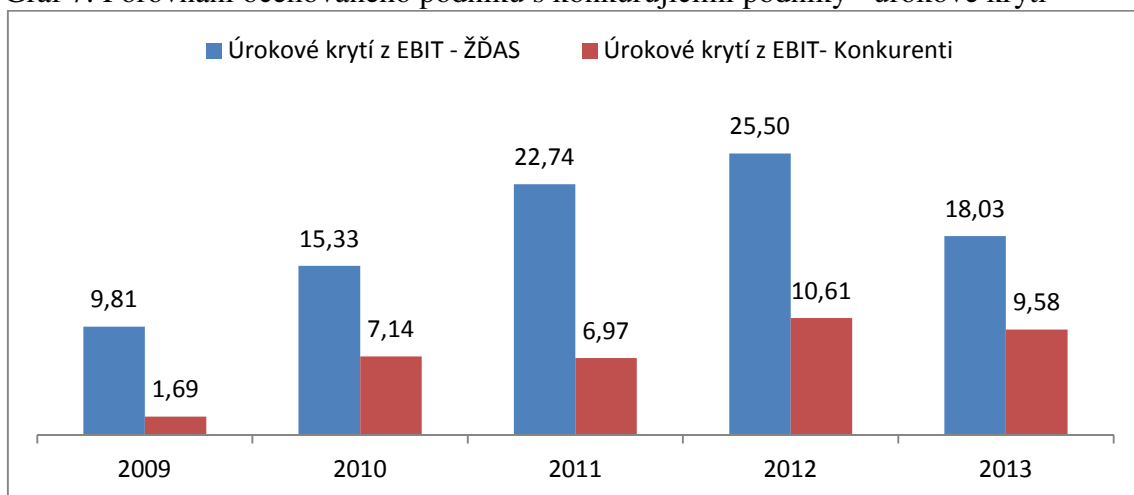
¹⁸ Výpočet přidané hodnoty ŽĐAS neodpovídá přidané hodnotě ve výkazech společnosti (upraven na *Global Format databáze Amadeus*). Upravený výpočet: Přidaná hodnota = VH za účetní období + daň z příjmů za běžnou činnost + nákladové úroky + odpisy dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku + osobní náklady.

Graf 6: Porovnání oceňovaného podniku s konkurujícími podniky - celková zadluženost



(Zdroj: Vlastní zpracování)

Graf 7: Porovnání oceňovaného podniku s konkurujícími podniky - úrokové krytí



(Zdroj: Vlastní zpracování)

V oblasti úrokového krytí společnost ŽďAS převyšuje ve všech analyzovaných obdobích mediánové hodnoty konkurujících podniků, což souvisí s podstatně nižší mírou zadlužení, kterou má společnost ŽďAS oproti oboru. Z porovnání hodnot celkové zadluženosti a hodnot úrokového krytí lze usuzovat, že úroková sazba úvěrů poskytnutých společnosti ŽďAS ¹⁹ je relativně nízká a pohybuje se v rozmezí od 2 do 4 %.

¹⁹ Společnosti ŽďAS poskytují úvěry (dlouhodobé i krátkodobé) pouze tři její financující banky (ČSOB, Raiffeisen Bank a CITIbank).

5.4 Souhrnné ukazatele

Protože některé z ukazatelů finanční analýzy mohou vypovídat o podniku pozitivně, jiné negativně, byly vyvinuty modely, které prostřednictvím jednoho čísla - souhrnného indexu, představují celkovou finanční charakteristiku podniku a vyjádří jeho výkonnost a ekonomickou situaci (SCHOLLEOVÁ, 2008).

Mezi souhrnné ukazatele (indexy) patří Altmanův model, model IN O5 a Index bankrotu (IB). První dva uvedené modely pro společnost ŽĎAS nepodávají jednoznačné výsledky a ve všech analyzovaných letech vycházejí v oblasti tzv. šedé zóny. Pouze poslední model (IB) dává pro akciovou společnost ŽĎAS jednoznačné výsledky.

Index bankrotu (IB), má následující podobu:

$$IB = -11,8356 \times (X_1 + 0,9306)^{-0,4949} + 9,9934 \times (X_2 + 1,1965)^{-1,4560} + 10,9205 \times (X_3)^{0,0765}$$

kde: X_1 – představuje obrat celkových aktiv (poměr tržeb a ΣA),

X_2 – představuje podíl tzv. guik assets (oběžná aktiva minus zásoby) a tržeb,

X_3 – představuje hodnotu celkových aktiv (CZK).

Podnik je vyhodnocen modelem jako bankrotní, je-li index $> 23,826$, v opačném případě je vyhodnocen jako aktivní (KARAS, 2015).

Tabulka 38: Hodnoty indexu IB pro společnost ŽĎAS

Ukazatel	Koeficient	2009	2010	2011	2012	2013
		abs.	abs.	abs.	abs.	abs.
X_1	-11,8356	-8,93	-9,02	-8,71	-8,73	-8,73
X_2	9,9934	5,72	5,74	5,77	6,18	6,17
X_3	10,9205	22,65	21,27	22,24	23,07	22,54
IB		19,45	18,00	19,30	20,44	19,98
Ohrožen?		ANO	ANO	ANO	ANO	ANO

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Model index bankrotu (IB) akciovou společnost ŽĎAS hodnotí více přísněji a z šedé zóny výsledků Altmanova modelu a modelu IN O5 společnost posouvá do oblasti ohrožení bankrotem.

5.5 Zhodnocení finanční analýzy

Finanční analýza společnosti ŽĎAS byla provedena za účelem posouzení finančního zdraví, jejího hospodaření a efektivnosti a za účelem posouzení principu going concern.

V rámci dlouhodobé finanční stability pozitivně působí nízké hodnoty zadlužení v kombinaci s vysokými hodnotami úrokového krytí a nízké finanční riziko plynoucí z konzervativní strategie financování. V neprospěch hovoří neurčité výsledky (výsledky v oblasti šedé zóny) bankrotních modelů (Altmanův model v rozmezí od 2,14 do 2,59; model IN 05 v rozmezí od 0,90 do 1,23) a indikace ohrožení bankrotem v rámci modelu IB.

V oblasti krátkodobé finanční stability ve prospěch společnosti hovoří výsledky likvidity, které se pohybují nejen v doporučených hodnotách (u běžné a pohotové likvidity)²⁰, ale zároveň jsou i ve většině analyzovaných let vyšší než likvidity dosahované konkurujícími podniky. Pozitivně také působí podstatně delší doba splatnosti krátkodobých závazků, než je doba inkasa pohledávek.

V neprospěch společnost v rámci analyzovaných let hovoří nízké hodnoty rentabilit, které jsou mimo rok 2009²¹ v převážné většině nižší, než hodnoty dosahované konkurujícími společnostmi. Tyto nízké hodnoty rentabilit byly způsobeny celosvětovou finanční krizí, ve které došlo ke značnému propadu zakázek. V této době akciová společnost ŽĎAS místo realizace nových velkých zakázek (investičních celků) jako v předcházejících letech (před nástupem celosvětové finanční krize) s rentabilitou cca 4 - 10 % pouze prováděla tzv. „repasy“ svých starších výrobků s rentabilitou od 0,5 do 4 % nebo vyráběla nové výrobky, ale opět na úkor rentability (rentabilita v rozmezí 1- 5 %).

Závěrem lze říci, že v rámci finanční analýzy nebyla shledána příčina, která by znemožňovala existenci podniku v budoucnosti. Akciová společnost ŽĎAS tedy splňuje princip going concern.

²⁰ Optimální hodnoty ukazatelů likvidity podniku (HRDÝ; HOROVÁ, 2009 s. 115):

„Běžná likvidita – rozmezí hodnot od 1,5 do 2,5;

Pohotová likvidita – rozmezí hodnot od 1 do 1,5;

Peněžní likvidita – rozmezí hodnot $\geq 0,2$.“

²¹ V roce 2009 byly vyšší hodnoty rentabilit způsobeny setrvačností z let před nástupem celosvětové finanční krize (realizace a dokončení zakázek z let 2007 - 2008).

6 SWOT analýza

Uvedená SWOT analýza byla sestavena k datu ocenění, tedy k datu 1. 1. 2014 a její platnost předpokládám po dobu dvou let, tedy k datu 1. 1. 2016.

Silné stránky

- Dlouholeté výrobní zkušenosti a pracovní postupy (výrobní tradice přes 63 let), know-how.
- Výrobní zaměření dceřiné společnosti TS Plzeň, a. s. je shodné s výrobním zaměřením firmy ŽĐAS.
- Silné a stabilní postavení na trhu, dobré produktové portfolio.
- Nulová konkurence v rámci celého portfolia výrobků firmy ŽĐAS na českém trhu.
- Diverzifikace podnikatelského rizika do více oborů hospodářské činnosti - metalurgie, strojírenství, výroba lisovacích nástrojů, výroba slévárenských modelů apod.
- Čerpání množstevních (koncernových) slev od jednotlivých dodavatelů v rámci skupiny (dodávky energií - elektrická energie, plyn, železný šrot, feroslitiny apod.).
- Podpora a vzájemná spolupráce jednotlivých firem v rámci skupiny při uplatňování se na trhu (od získání zakázky až po realizaci kontraktu) synergické efekty.
- Společné vystupování skupiny k bankám a finančním institucím - dosažení optimálních podmínek pro financování a ručení.
- Individuální přístup k zákazníkům.
- Spolupráce, organizace a vynikající informovanost o dění ve firmě mezi jednotlivými odděleními.
- Silný zahraniční partner (mateřská společnost Železiarne Podbrezová, a. s.).
- Významný zaměstnavatel v Kraji Vysočina a největší v bývalém okrese Žďár nad Sázavou – v případě nesnází lze očekávat pomoc státu.
- Vlastní výzkum a vývoj v oboru tvářecích strojů, válcoven.

Slabé stránky

- Výrobní zaměření mateřské firmy ŽP není shodné s výrobním zaměřením firmy ŽĐAS.
- Roztříštěnost technického rozvoje a marketingu v rámci skupiny.
- Malá a informovanost v rámci skupiny.
- Silná vyjednávací pozice zákazníků.
- Klesající tržní podíl.

Hrozby

- Stále silnější zahraniční konkurenti především z Itálie, Rakouska, Německa a Číny.
- Legislativa (například: nové investice do ochrany životního prostředí).
- Pokračující ekonomická krize.
- Sankce uvalené EU na Rusko, Libyi, Írán, Sýrii, KLDR.
- Ručení za závazky dceřiné společnosti TS Plzeň, a. s. (ve výši 144 mil. Kč).
- Výkyvy a nestability směnného kurzu.
- Rostoucí zadlužování ČR (nebezpečí nových daní).
- Kopírování výrobků společnosti ŽĐAS čínskými podniky (které uspoří náklady na VaV, a díky tomu dosahují nižších výrobních nákladů).

Příležitosti

- Předpoklad oživení ekonomiky a využití dosud nevyužitých výrobních kapacit.
- Rozvíjející se trhy Ruska, Mongolska, Indie, Kazachstánu.
- Investice do výrobního zařízení a „poražení“ konkurence oslabené krizí díky inovacím, kvalitním a přesným výrobkům.
- Omezené možnosti vstupu nového konkurenta – kapitálová náročnost.
- Nové pohony s využitím „servopump“.
- Dotace, které poskytuje Agentura pro podporu podnikání a investic (CZECHINVEST) – 40% dotace na nové (rozšiřovací) investice do výrobního zařízení.

7 Rozdělení aktiv společnosti ŽĎAS na provozně nutná a nenutná, vymezení korigovaného provozního VH

Tato část se zabývá rozdělením majetku oceňovaného podniku na majetek provozně nutný (využívaný k hlavní podnikatelské činnosti) a majetek provozně nenutný, který by měl být oceněn zvlášť a přičten až k výslednému ocenění. Neprovedení tohoto kroku ocenění by mohlo vést k podhodnocení společnosti.

Následující tabulka uvádí hodnoty provozně nutného dlouhodobého majetku, provozně nutného pracovního kapitálu, provozně nutného investovaného kapitálu a výsledné hodnoty KPVH od roku 2009 - 2013. Ve výpočtové části MS Excel, který je součástí příloh, jsou hodnoty uvedeny od roku 2004 - 2013.

Tabulka 39: Rozdělení majetku akciové společnosti ŽĎAS

Položka (tis. Kč)	2009	2010	2011	2012	2013
a) Rozdělení majetku					
DNM	13 861	6 106	10 901	17 655	12 991
DHM	1 568 600	1 586 149	1 568 059	1 627 618	1 612 991
Dlouhodobý majetek provozně nutný	1 582 461	1 592 255	1 578 960	1 645 273	1 625 982
Zásoby	893 381	940 389	811 599	995 933	844 864
Pohledávky	703 693	643 587	692 862	523 358	558 765
ČR aktivní	6 263	5 328	5 610	5 158	6 012
Krátkodobé závazky	700 617	564 369	541 878	497 043	515 508
ČR pasivní	80	0	0	0	8 518
Peníze (211 + 221)	81 573	103 301	133 209	68 548	32 045
Likvidita	0,12	0,18	0,25	0,14	0,06
Provozně nutná likvidita	0,12	0,15	0,15	0,14	0,06
Provozně nutné peníze	81 573	84 655	81 282	68 548	32 045
Pracovní kapitál provozně nutný	984 213	1 109 590	1 049 475	1 095 954	917 660
Investovaný kapitál provozně nutný	2 566 674	2 701 845	2 628 435	2 741 227	2 543 642
b) Korigovaný provozní VH					
Provozní VH z VZZ	126 690	153 135	128 647	154 015	89 273
Vyloučení VH z prodeje majetku	-2 075	-14 180	-6 869	-1 035	-8 795
KPVH	124 615	138 955	121 778	152 980	80 478

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Provozně nutný majetek se pak dále dělí na provozně nutný dlouhodobý majetek a provozně nutný čistý pracovní kapitál (kapitál financující provozně nutný majetek), který získáme, když od oběžných aktiv a časového rozlišení aktivního odečteme hodnotu krátkodobých závazků a hodnotu časového rozlišení pasivního. Následným součtem dlouhodobého majetku provozně nutného a provozně nutného čistého pracovního kapitálu získáme hodnotu investovaného kapitálu (provozně nutného).

Posledním krokem je vyčíslení hodnoty KPVH (korigovaný provozní výsledek hospodaření - NOPAT), který představuje výsledek hospodaření zajištěný pouze provozně nutným kapitálem. KPVH zjistíme, když z provozního výsledku hospodaření (zjištěného z výkazu zisku a ztráty) vyloučíme VH z prodeje majetku ((-) tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu, (+) zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu).

V předcházející tabulce jsem vycházel z předpokladu, že veškerý dlouhodobý majetek, který společnost ŽĎAS, a. s. vlastní je provozně nutného charakteru. Tento předpoklad je zjednodušením skutečnosti, ale k datu ocenění mi nebyly známy skutečnosti, které by tento zjednodušený předpoklad vyvracely a vedením společnosti ŽĎAS mi bližší informace o majetku provozně nutném a nenutném poskytnuty nebyly.

Za hranici provozně nutné likvidity jsem uvažoval hodnotu 0,15. Z důvodu, že tato hodnota je považovaná za hranici provozně nutné likvidity v základním pramenu mé diplomové práce, tedy v publikaci Mařík et al, 2011.

8 Prognóza generátorů hodnoty

V následujícím textu budou uvedeny jednotlivé generátory hodnoty, mezi které patří: tržby, provozní zisková marže, investice do provozně nutného pracovního kapitálu, investice do provozně nutného majetku a diskontní míra.

Na základě uvedených generátorů hodnoty bude následně provedeno předběžné ocenění akciové společnosti ŽĎAS.

8.1 Vymezení relevantního trhu a prognóza tržeb

Akciová společnost ŽĎAS vzhledem ke své velikosti působí na globálním trhu, protože pouze domácí trh by neposkytoval dostatečně velký objem zakázek. Společnost ŽĎAS dlouhodobě (průměr za posledních 10 let) vyváží cca 54 % produkce na zahraniční trhy. Například v roce 2013 metalurgie zajistila společnosti ŽĎAS exportní podíl tržeb ve výši 60,9 % z celkových tržeb za vlastní výrobky, které byly dodány do 29 zemí světa. Mezi nejvýznamnější segmenty trhu se řadí SRN, Španělsko, Itálie, Slovensko, Rusko, Švédsko, Rakousko, Rumunsko, Norsko.

V oboru strojírenské výroby bylo v roce 2013 celkem 67 % produkce vyvezeno na zahraniční trhy, a to zejména do Španělska, Číny, na Slovensko, na Ukrajinu, do Nizozemí, Německa, Norska, Polska, Ruska a Velké Británie.

Vzhledem k velkému počtu zemí, do kterých akciová společnost dodává a k nepravidelným, nahodilým a většinou jednorázovým dodávkám do jednotlivých zemí bude prognóza tržeb stanovena pouze na základě trhu domácího. Jako relevantní trh akciové společnosti ŽĎAS byl zvolen trh zpracovatelského průmyslu ČR.

Východiskem prognózy je tedy časová řada historických tržeb relevantního trhu (dále jen odvětví), resp. oceňovaného podniku.

Tabulka 40: Tržby relevantního trhu a společnosti ŽĐAS v letech 2000 - 2013

Rok	Tržby odvětví (mil. Kč)	Meziroční růst (%)	Tržby za prodej zboží (tis. Kč)	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb (mil. Kč)	Meziroční růst (%)
2000	1 799 492		151 412	2 078	
2001	2 014 309	111,94 %	296 321	2 560	123,21
2002	2 014 886	100,03 %	171 488	2 075	81,06
2003	2 147 670	106,59 %	282 566	2 065	99,50
2004	2 514 567	117,08 %	281 896	2 319	112,28
2005	2 708 952	107,73 %	194 069	2 725	117,52
2006	3 029 354	111,83 %	148 594	3 040	111,58
2007	3 317 853	109,52 %	95 846	3 283	107,97
2008	3 230 567	97,37 %	1 064 745	4 066	123,87
2009	2 712 955	83,98 %	106 463	2 805	68,97
2010	3 042 310	112,14 %	212 448	2 590	92,37
2011	3 291 673	108,20 %	138 243	3 051	117,76
2012	3 367 898	102,32 %	332 468	2 708	88,78
2013	3 418 611	101,51 %	220 209	2 791	103,04
Průměrný růst		105,40 %			

(Zdroj: ČSÚ, 2015, [online], [cit. 2015-02-19])

(Zdroj: JUSTICE, 2014 [online], [cit. 2014-12-29])

Z předcházející tabulky je vidět, že společnost ŽĐAS se zabývá jak obchodní, tak i výrobní činností. Tržby z výrobní činnosti, které jsou uvedeny v mil. Kč, převládají, a z tohoto důvodu tedy budu prognózovat pouze tržby za prodej vlastních výrobků a služeb.

Ve výpočtové části – MS Excel (součást přílohy) byly testovány vhodnosti následujících trendových funkcí:

- 1) Lineární,
- 2) Exponenciální,
- 3) Parabolické (kvadratické),
- 4) Kubické.

8.1.1 Prognóza tržeb relevantního trhu pomocí metod časových řad

Důležitý je index determinace (R^2), který lze interpretovat jako procento dat vysvětlených modelem. Ve všech trendových funkcích jsem vycházel z relativně dlouhé časové řady (od roku 2000 do roku 2013), díky čemuž model dokázal vysvětlit ve všech trendových funkcích přes 82 % dat.

V následující tabulce jsou uvedeny prognózované tržby relevantního trhu akciové společnosti ŽĐAS. Ze zmíněných trendů všechny mimo parabolického (kvadratického) uvažují o růstu do budoucna. Průměrnému tempu růstu za minulost (105,40 %) nejlépe odpovídá exponenciální funkce.

Tabulka 41: Prognóza tržeb relevantního trhu ŽĐAS pomocí analýzy časových řad

Prognóza trhu – analýza pomocí časových řad	2014	2015	2016	2017	2018
Lineární	3 863 855	3 988 112	4 112 369	4 236 626	4 360 883
meziroční růst (%)	103,32%	103,22%	103,12%	103,02%	102,93%
	103,12%				
Exponenciální	4 108 866	4 310 902	4 522 872	4 745 265	4 978 592
meziroční růst (%)	104,92%	104,92%	104,92%	104,92%	104,92%
	104,92%				
Parabolický	2 863 848	2 848 016	2 814 674	2 763 820	2 695 456
meziroční růst (%)	100,06%	99,45%	98,83%	98,19%	97,53%
	98,81%				
Kubický	2 959 750	2 982 349	2 999 458	3 012 494	3 022 869
meziroční růst (%)	101,01%	100,76%	100,57%	100,43%	100,34%
	100,62%				

(Zdroj: Vlastní zpracování)

8.1.2 Prognóza tržeb relevantního trhu pomocí metod regresní analýzy

Metody regresní analýzy vysvětlují hodnotu tržeb k závislosti na dané makroekonomické proměnné a ne již na čase, jak tomu je u metod časových řad.

Při využití regresní analýzy je potřebné se nejprve zaměřit na výběr vysvětlující proměnné. Pro kvalitní regresní model by měla platit pravidla, že mezi vysvětlující a vysvětlovanou proměnnou v jedné rovnici by měla být relativně silná závislost (korelační koeficient nad 75 %). A současně mezi vysvětlujícími proměnnými v jedné rovnici by naopak měla být vzájemná závislost nevýznamná (MAŘÍK, 2011).

Následující tabulka zobrazuje hodnoty vybraných makroekonomických proměnných (skutečně dosažených od roku 2000 – 2013 a prognózovaných MFČR od roku 2014 – 2018).

Tabulka 42: Vývoj a prognóza vybraných makroekonomických ukazatelů

Rok	HDP (běžné ceny) mil. Kč	HDP reálné meziroční růst	Inflace (deflátor HDP) meziroční růst	HDP nominální meziroční růst (dopočet)
2000	2 372 630	4,3	1,7	6,0
2001	2 562 679	3,1	4,8	7,9
2002	2 674 634	1,6	2,7	4,3
2003	2 801 163	3,6	1,1	4,7
2004	3 057 660	4,9	4,0	9,0
2005	3 257 972	6,4	0,1	6,5
2006	3 507 131	6,9	0,7	7,6
2007	3 831 819	5,5	3,5	9,1
2008	4 015 346	2,7	2,0	4,7
2009	3 921 827	-4,8	2,6	-2,2
2010	3 953 651	2,3	-1,5	0,8
2011	4 022 410	2,0	-0,2	1,7
2012	4 047 675	-0,8	1,4	0,6
2013	4 086 260	-0,7	1,7	1,0
2014	4 283 600	2,4	2,4	4,8
2015	4 508 800	2,7	2,5	5,2
2016	4 697 500	2,5	1,6	4,1
2017	4 865 900	2,3	1,3	3,6
2018	5 039 100	2,2	1,3	3,5

(Zdroj: ČSÚ, 2015, [online], [cit. 2015-03-11])

(Zdroj: MFČR, 2015, [online], [cit. 2015-03-15])

Následující tabulka zobrazuje vztah mezi vysvětlující proměnnou (makroekonomická veličina) k vysvětlované proměnné (tržby relevantního trhu). Pro výpočet byl použit Pearsonův korelační koeficient. Největší závislost k tržbám relevantního trhu vykazuje HDP v běžných cenách, který použijí jako vysvětlující (nezávislou) proměnnou regresního modelu.

Tabulka 43: Hodnoty Pearsonova korelačního koeficientu

Makroekonomická proměnná	Pearsonův korelační koeficient
HDP (běžné ceny) mil. Kč	0,95385
HDP reálné - meziroční růst	-0,17508
Inflace (deflátor HDP) - meziroční růst	-0,34409
HDP nominální - meziroční růst (dopočet)	-0,32418

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Pro testování byly zvoleny stejné trendy jako u modelů časových řad (lineární, exponenciální, parabolický a kubický trend). Index determinace ve všech testovaných trendech vycházel vyšší než u modelů časových řad a pomocí regresní analýzy model dokázal vysvětlit ve všech trendových funkcích přes 90 % dat.

Tabulka 44: Prognóza tržeb relevantního trhu ŽĎAS pomocí regresní analýzy

Prognóza trhu – pomocí regresní analýzy	2014	2015	2016	2017	2018
Lineární	3 488 531	3 682 743	3 845 478	3 990 706	4 140 074
meziroční růst (%)	105,13%	105,57%	104,42%	103,78%	103,74%
	104,53%				
Exponenciální	3 075 121	3 290 055	3 481 678	3 662 091	3 857 404
meziroční růst (%)	106,10%	106,99%	105,82%	105,18%	105,33%
	105,89%				
Parabolický	3 192 494	3 262 401	3 305 357	3 331 664	3 346 888
meziroční růst (%)	102,50%	102,19%	101,32%	100,80%	100,46%
	101,45%				
Kubický	2 920 835	2 953 376	2 951 394	2 925 354	2 873 123
meziroční růst (%)	102,00%	101,11%	99,93%	99,12%	98,21%
	100,08%				

(Zdroj: Vlastní zpracování)

V předcházející tabulce jsou uvedeny prognózované tržby relevantního trhu akciové společnosti ŽĎAS. Ze zmíněných trendů již všechny uvažují o růstu do budoucna. Průměrnému tempu růstu za minulost (105,40 %) opět nejlépe odpovídá exponenciální funkce.

Závěrem lze říci, že z analyzovaných možností predikce tržeb nejvhodnější možnost představuje exponenciální trend regresní analýzy.

8.1.3 Prognóza vývoje tržního podílu a tržeb společnosti ŽĎAS

Budoucí tržby podniku jsou ovlivněny jednak rychlostí růstu trhu a také tržním podílem daného podniku na tomto trhu. Růst tržeb podniku je tedy dán součinem indexu růstu trhu a indexem změny tržního podílu. V následující tabulce je zobrazen vývoj tržního podílu a prognóza tržeb akciové společnosti ŽĎAS.

Tabulka 45: Vývoj tržního podílu a prognóza tržeb společnosti ŽĎAS

Rok	Tržby relevantního trhu (mil. Kč)	Meziroční růst – index růstu trhu	Tržní podíl	Index změny tržního podílu	Tržby ŽĎAS (mil. Kč)	Tempo růstu tržeb
	Skutečné				Skutečné	
2000	1 799 492		0,115 %		2 078	
2001	2 014 309	111,94 %	0,127 %	1,101	2 560	23,21 %
2002	2 014 886	100,03 %	0,103 %	0,810	2 075	-18,94 %
2003	2 147 670	106,59 %	0,096 %	0,934	2 065	-0,50 %
2004	2 514 567	117,08 %	0,092 %	0,959	2 319	12,28 %
2005	2 708 952	107,73 %	0,101 %	1,091	2 725	17,52 %
2006	3 029 354	111,83 %	0,100 %	0,998	3 040	11,58 %
2007	3 317 853	109,52 %	0,099 %	0,986	3 283	7,97 %
2008	3 230 567	97,37 %	0,126 %	1,272	4 066	23,87 %
2009	2 712 955	83,98 %	0,103 %	0,821	2 805	-31,03 %
2010	3 042 310	112,14 %	0,085 %	0,824	2 590	-7,63 %
2011	3 291 673	108,20 %	0,093 %	1,088	3 051	17,76 %
2012	3 367 898	102,32 %	0,080 %	0,868	2 708	-11,22 %
2013	3 418 611	101,51 %	0,082 %	1,015	2 791	3,04 %
	Průměr	105,40 %	0,100 %	0,982		3,69 %
	Prognózované				Prognózované	
2014	3 075 121	89,95 %	0,083 %	1,015	2 548	-8,68 %
2015	3 290 055	106,99 %	0,084 %	1,015	2 768	8,61 %
2016	3 481 678	105,82 %	0,085 %	1,015	2 974	7,43 %
2017	3 662 091	105,18 %	0,087 %	1,015	3 175	6,78 %
2018	3 857 404	105,33 %	0,088 %	1,015	3 395	6,93 %

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Tržní podíl v letech 2000 – 2013 dosáhl průměrného záporného růstu o 1,8 % ročně. Protože do budoucna díky předpokladu oživení ekonomiky lze předpokládat nárůst tržeb a naplnění výrobního programu společnosti ŽĎAS, díky čemuž by mělo dojít

k lepšímu využití současných výrobních kapacit, které má společnost ŽĎAS k dispozici a do kterých i v době hospodářské recese investovala významné sumy peněžních prostředků, aby tyto kapacity inovovala a zefektivnila, lze předpokládat nárůst tržního podílu. Do budoucna budeme tedy uvažovat s růstem tržního podílu o hodnotu 1,5 % ročně, kterou společnost ŽĎAS zaznamenala již v roce 2013.

Prognóza tržeb společnosti ŽĎAS v prvním prognózovaném roce předpokládá pokles tržeb o 8,68 % v důsledku doznívající recese. Od roku 2015 prognóza počítá s růstem tržeb v rozmezí od 6,78 do 8,61 %.

8.2 Výpočet a prognóza ziskové marže

Zisková marže je definovaná jako poměr korigovaného provozního výsledku hospodaření před daněmi a tržeb. Jak je již uvedeno v teoretické části, existují dva základní postupy, jak lze ziskovou marži prognózovat a to shora a zdola.

8.2.1 Výpočet ziskové marže

Prognóza ziskové marže shora je považována za přístup základní a vychází z minulého (historického) vývoje ziskové marže. V následující tabulce jsou uvedeny hodnoty ziskové marže počítané pomocí tzv. základního přístupu.

Tabulka 46: Výpočet ziskové marže shora (z historických dat)

Rok	KPVH před odpisy (tis. Kč)	Tržby ŽĎAS (tis. Kč)	Zisková marže (z KPVH před odpisy)
2005	371 229	2 724 770	13,62 %
2006	464 057	3 040 270	15,26 %
2007	551 307	3 282 606	16,79 %
2008	538 323	4 066 322	13,24 %
2009	309 628	2 804 508	11,04 %
2010	318 179	2 590 454	12,28 %
2011	300 340	3 050 581	9,85 %
2012	329 298	2 708 335	12,16 %
2013	269 178	2 790 796	9,65 %
Průměr			12,65 %

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Takto vypočtená zisková marže za minulé období dosáhla průměrné hodnoty 12,65 %. V této hodnotě se výrazně projevila celosvětová ekonomická krize, jak lze vidět

zejména v roce 2009, 2011 a 2013. V letech 2009 - 2013 se zisková marže pohybovala pod průměrnou vypočtenou hodnotou.

V pořadí druhým způsobem výpočtu ziskové marže je výpočet zdola. Tento způsob je založen na výpočtu jednotlivých položek, které tvoří KPVH a následném podílu těchto položek na tržbách oceňovaného podniku. Výpočet pomocí tohoto způsobu musí vést ke stejnému výsledku, jakého bylo dosaženo pomocí základního přístupu uvedeného výpočtu.

Následující tabulka zobrazuje podíl jednotlivých položek tvořících KPVH (jelikož se jedná o KPVH před odpisy není tato položka započítána) ²² na tržbách.

Tabulka 47: Výpočet ziskové marže zdola (z historických dat)

Rok	Obchodní marže (tis. Kč)	Výkony	Výkonová spotřeba	Osobní náklady	Daně a poplatky	Ostatní provozní položky ²³	Zisková marže (z KPVH před odpisy)
2005	0,55 %	104,93 %	63,85 %	28,99 %	0,19 %	-1,17 %	13,62 %
2006	0,53 %	105,43 %	61,90 %	28,52 %	0,13 %	0,15 %	15,26 %
2007	0,29 %	113,54 %	67,29 %	29,71 %	0,13 %	-0,11 %	16,79 %
2008	-0,36 %	101,67 %	58,77 %	25,67 %	0,11 %	3,51 %	13,24 %
2009	0,58 %	88,40 %	46,60 %	29,20 %	0,15 %	1,99 %	11,04 %
2010	0,82 %	102,35 %	61,43 %	33,03 %	0,38 %	-3,95 %	12,28 %
2011	0,26 %	97,11 %	57,26 %	30,51 %	0,21 %	-0,45 %	9,85 %
2012	1,11 %	110,38 %	64,15 %	35,08 %	0,19 %	-0,09 %	12,16 %
2013	0,56 %	98,65 %	55,77 %	34,28 %	0,19 %	-0,67 %	9,65 %
Průměr							12,65 %

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Při výpočtu ziskové marže zdola je patrnější příčina poklesu v roce 2009, 2011 a 2013. Pokles ziskové marže byl způsoben snížením výkonů, pokles výkonů však byl částečně kompenzován poklesem výkonové spotřeby, a z tohoto důvodu nedošlo k výraznějšímu propadu ziskové marže.

²² Důvod vyloučení odpisů v této části je čistě praktického rázu, odpisy je vhodné analyzovat a prognózovat spíše až v souvislosti se čtvrtým generátorem hodnoty, tj. investicemi do DM. Ziskovou marži po odpisech a po dani bude možné dopočítat až po sestavení prognózy čtvrtého generátoru hodnoty.

²³ Ostatní provozní položky = změna rezerv - ostatní provozní výnosy + ostatní provozní náklady + převod nákladů.

8.2.2 Prognóza ziskové marže pro společnost ŽĐAS

Zisková marže je v pořadí druhý generátor hodnoty, která je do budoucna prognózovaná pomocí geometrického průměru jednotlivých položek ziskové marže z let 2005 - 2013. Výjimkou je pouze položka obchodní marže a položka ostatní provozní položky, které jsou počítány pomocí aritmetického průměru z důvodu záporných čísel některých historických hodnot.

Tabulka 48: Prognóza ziskové marže

	2014	2015	2016	2017	2018
Obchodní marže	0,48%	0,48%	0,48%	0,48%	0,48%
Výkony	102,25%	102,25%	102,25%	102,25%	102,25%
Výkonová spotřeba	59,37%	59,37%	59,37%	59,37%	59,37%
Osobní náklady	30,42%	30,42%	30,42%	30,42%	30,42%
z toho: Mzdové náklady	22,20%	22,20%	22,20%	22,20%	22,20%
Náklady na sociální zabezpečení	7,51%	7,51%	7,51%	7,51%	7,51%
Daně a poplatky	0,18%	0,18%	0,18%	0,18%	0,18%
Ostatní provozní položky	-0,09%	-0,09%	-0,09%	-0,09%	-0,09%
Zisková marže z KPVH před odpisy (dopočítaná)	12,85%	12,85%	12,85%	12,85%	12,85%

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Vypočtená hodnota ziskové marže je 12,85 % pro všechna prognózovaná období.

8.3 Pracovní kapitál

Oproti běžnému výpočtu ukazatele pracovního kapitálu se v případě ocenění podniku používá lehce modifikovaný výpočet (viz kapitola 2.5).

8.3.1 Výpočet čistého pracovního kapitálu

Výchozí krok ve výpočtu modifikovaného pracovního kapitálu je určení doby obratu zásob, pohledávek a krátkodobých závazků a jejich následná prognóza. Prognózované hodnoty doby obratu zásob, pohledávek a krátkodobých závazků jsem určil pomocí geometrického průměru z historických hodnot (neidentifikovány žádné změny faktorů, které by mohly v letech 2014 - 2018 ovlivnit doby obratu jednotlivých položek).

Doby obratu je následně nutné vynásobit hodnotami denních tržeb prognózovaných pro daná období pro získání peněžního vyjádření jednotlivých položek.

Tabulka 49: Doba obratu jednotlivých složek ČPK a jejich prognóza (vztaženo k tržbám) + peněžní vyjádření

Rok	Doba obratu zásob (dny)	Doba obratu pohledávek (dny)	Doba obratu krátkodobých závazků (dny)	Zásoby (tis. Kč)	Pohledávky (tis. Kč)	Krátkodobé závazky (tis. Kč)
2005	101,64	91,07	85,34	758 731	679 876	637 095
2006	106,73	92,82	74,64	888 979	773 173	621 692
2007	164,59	100,41	122,76	1 480 228	903 032	1 104 075
2008	120,30	86,13	88,90	1 340 222	959 507	990 371
2009	116,27	91,58	91,18	893 381	703 693	700 617
2010	132,50	90,68	79,52	940 389	643 587	564 369
2011	97,11	82,90	64,84	811 599	692 862	541 878
2012	134,22	70,53	66,99	995 933	523 358	497 043
2013	110,50	73,08	67,42	844 864	558 765	515 508
2014	118,94	86,08	80,85	830 479	601 004	564 492
2015	118,94	86,08	80,85	901 996	652 760	613 104
2016	118,94	86,08	80,85	969 003	701 251	658 650
2017	118,94	86,08	80,85	1 034 667	748 771	703 283
2018	118,94	86,08	80,85	1 106 373	800 664	752 023

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Hodnoty položek časového rozlišení aktivního a časového rozlišení pasivního, které patří taktéž do položek ČPK, jsem stanovil na úrovni roku 2013.

Druhý krok výpočtu ČPK zahrnuje vyčíslení hodnoty provozně nutných peněžních prostředků, která se stanovuje pomocí přepočtu přes ukazatel peněžní likvidity. Výši provozně nutných peněžních prostředků určíme pomocí součinu provozně nutné likvidity²⁴ a prognózované hodnoty krátkodobých závazků pro dané období.

²⁴ Dle (MARÍK, 2011) PROVOZNĚ NUTNÁ LIKVIDITA = max. 0,15 (tzn. maximálně na úrovni 15 % krátkodobých závazků).

Tabulka 50: Výpočet hodnoty provozně nutných peněžních prostředků

Rok	Peníze v rozvaze (tis. Kč)	Likvidita (Peníze / Krátkodobé závazky)	Provozně nutná likvidita	Provozně nutné peníze
2005	128 128	0,20	0,15	95 564
2006	178 766	0,29	0,15	93 254
2007	94 029	0,09	0,09	94 029
2008	91 142	0,09	0,09	91 142
2009	81 573	0,12	0,12	81 573
2010	103 301	0,18	0,15	84 655
2011	133 209	0,25	0,15	81 282
2012	68 548	0,14	0,14	68 548
2013	32 045	0,06	0,06	32 045
2014	-	-	0,15	84 674
2015	-	-	0,15	91 966
2016	-	-	0,15	98 797
2017	-	-	0,15	105 492
2018	-	-	0,15	112 803

(Zdroj: Vlastní zpracování)

8.3.2 Prognóza čistého pracovního kapitálu pro společnost ŽĎAS

Po provedení prvních dvou kroků výpočtu ČPK je již možné určit prognózované hodnoty ČPK pro období 2014 - 2018. Tyto hodnoty v tis. Kč zobrazuje následující tabulka.

Tabulka 51: Prognóza ČPK společnosti ŽĎAS

	2014	2015	2016	2017	2018
(+) Zásoby	830 479	901 996	969 003	1 034 667	1 106 373
(+) Pohledávky	601 004	652 760	701 251	748 771	800 664
(+) Provozně nutné peněžní prostředky	84 674	91 966	98 797	105 492	112 803
(+) Časové rozlišení aktivní	6 012	6 012	6 012	6 012	6 012
(-) Krátkodobé závazky	564 492	613 104	658 650	703 283	752 023
(-) Časové rozlišení pasivní	8 518	8 518	8 518	8 518	8 518
= Čistý pracovní kapitál (upravený)	949 159	1 031 112	1 107 896	1 183 142	1 265 312

(Zdroj: Vlastní zpracování)

S čistým pracovním kapitálem úzce souvisí koeficient náročnosti růstu tržeb na růst čistého pracovního kapitálu (k_{WC}). Hodnota tohoto koeficientu za roky 2005 - 2013 pro společnost ŽĐAS byla 21,07 % a pro prognózované období 2014 - 2018 (dopočítáno podílem přírůstku ČPK za roky 2014 - 2018 ku přírůstku tržeb za stejné období) činí 37,34 %.

8.4 Investice do dlouhodobého majetku

Pro plánování investiční náročnosti jsem použil globální přístup, který je vhodný zejména v případech, kdy investice do dlouhodobého majetku mají do značné míry průběžný charakter.

8.4.1 Výpočet historické investiční náročnosti

Investiční náročnost bude z důvodu přehlednosti počítána zvlášť pro dlouhodobý nehmotný majetek a pro dlouhodobý hmotný majetek (samostatné movité věci, stavby). U každé z těchto položek je nutné určení koeficientu investiční náročnosti. Pro stanovení odpisů byl zvolen zjednodušený postup proporcionálního rozdělení sumy odpisů na jednotlivé odpisované položky (nehmotný majetek, samostatné movité věci a stavby).²⁵

V následující tabulce je zobrazen koeficient investiční náročnosti pro položku DNM. Přírůstek tržeb mezi léty 2005 - 2013 činil 66 026 tis. Kč.

²⁵ Výpočet odpisů pro $DNM_{(t)} = \text{Odpisy}_{(t+1)} * DNM_{(t)} / (DNM_{(t)} + \text{Samostatné movité věci}_{(t)} + \text{Stavby}_{(t)})$.

Tabulka 52: Investiční náročnost dlouhodobého nehmotného majetku (historická)

Rok	Stav majetku na konci roku	Odpisy	Investice netto	Investice brutto
2005	11 103			
2006	22 184	1 573	11 081	12 654
2007	23 732	3 350	1 548	4 898
2008	16 861	3 674	-6 871	-3 197
2009	13 861	2 749	-3 000	-251
2010	6 106	1 916	-7 755	-5 839
2011	10 901	795	4 795	5 590
2012	17 655	1 411	6 754	8 165
2013	12 991	2 454	-4 664	-2 210
Investiční náročnost růstu tržeb 2005 - 2013 ²⁶				2,86 %

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Následující tabulka zobrazuje koeficient investiční náročnosti pro položku dlouhodobého hmotného majetku, konkrétně položku stavby.

Tabulka 53: Investiční náročnost dlouhodobého hmotného majetku (historická) - stavby

Rok	Stav majetku na konci roku	Odpisy	Investice netto	Investice brutto
2005	467 036			
2006	469 028	66 159	1 992	68 151
2007	471 314	70 821	2 286	73 107
2008	503 798	72 972	32 484	105 456
2009	505 144	82 148	1 346	83 494
2010	485 388	69 825	-19 756	50 069
2011	498 810	63 194	13 422	76 616
2012	501 615	64 584	2 805	67 389
2013	495 978	69 733	-5 637	64 096
Investiční náročnost růstu tržeb 2005 - 2013				14,31 %

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Výpočet investiční náročnosti pro položku stavby je analogický s výpočtem investiční náročnosti pro položku dlouhodobého nehmotného majetku.

²⁶ Investiční náročnost růstu tržeb za roky 2005 - 2013 = \sum investic netto (2005 - 2013) / Δ tržeb mezi roky 2005 a 2013.

V roce 2008 investice netto do staveb dosáhly výše 32 484 tis. Kč, což souviselo se změnou výrobní technologie akciové společnosti ŽĎAS. Tato nová technologie na výrobu forem, která je v současné době stále nejmodernější možností výroby na světě, si vyžádala značné investice nejen do staveb (úprava nosných konstrukcí, přestavba haly apod.), ale i do samostatných movitých věcí (stroje, výrobní zařízení). Na druhou stranu společnosti ŽĎAS tato nová technologie (celková investice ve výši 200 mil. Kč.) přinesla i zefektivnění výroby (40% úspora času), úsporu nákladů (vstupních, mzdových, apod.).

Z důvodu celkové částky investice a neexistence modernější, efektivnější a úspornější technologie jsem částku netto investic v roce 2008 rozložil na 15 let a do koeficientu investiční náročnosti započítal 40 % (12 993,6 tis. Kč.).

Následující tabulka je analogickým postupem sestavený přehled pro položku samostatné movité věci.

Tabulka 54: Investiční náročnost dlouhodobého hmotného majetku (historická) - samostatné movité věci

Rok	Stav majetku na konci roku	Odpisy	Zůstatková cena prodaného zařízení.	Investice netto	Investice brutto
2005	639 333				
2006	636 914	90 566	1 536	-2 419	89 683
2007	660 905	96 171	72	23 991	120 234
2008	613 994	102 326	0	-46 911	55 415
2009	777 581	100 116	1487	163 587	265 190
2010	880 034	107 483	1 570	102 453	211 506
2011	852 070	114 573	129	-27 964	86 738
2012	838 122	110 323	11 075	-13 948	107 450
2013	862 685	116 513	0	24 563	141 076
Investiční náročnost růstu tržeb 2005 - 2013					59,31 %

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Změnou výrobní technologie dosáhly investice netto v roce 2009 výše 163 587 tis. Kč a v roce 2010 částky 102 453 tis. Kč. Zde jsem zvolil analogický postup jako u položky stavby, kde jsem částku netto investic vydělil 15 lety (mnou odhadnutá doba odepisování a doba po kterou předpokládám, že tato technologie zůstane nejmodernější

na světě) a vynásobil počtem let zahrnutých do koeficientu investiční náročnosti. V roce 2009 jsem do koeficientu investiční náročnosti zahrnoval částku ($54\,529 = 163\,587 / 15 * 5$) a v roce 2010 částku ($27\,321 = 102\,453 / 15 * 4$).

8.4.2 Prognóza investic pro období 2014 - 2018

Hodnotu investic pro období 2014 - 2018 získáme součinem příslušného historického koeficientu investiční náročnosti (předpoklad konzistentnosti do budoucna) a přírůstku tržeb pro období 2014 - 2018. Hodnota přírůstku tržeb pro prognózované období činí 846 621 tis. Kč.

Tabulka 55: Odhad investic pro období 2014 - 2018

Položka majetku	Koeficient investiční náročnosti - historický	Odhad investic netto pro růst tržeb v letech 2014 - 2018 (tis. Kč)
Dlouhodobý nehmotný majetek	2,86 %	8 070
Stavby	14,31 %	40 398
Samostatné movité věci	59,31 %	167 384
Celkem	76,49 %	215 852

(Zdroj: Vlastní zpracování)

V předcházející tabulce jsou uvedeny absolutní částky investic pro prognózované období. Uvedené částky jsou na úrovni 60 % celkových investic z důvodu, že společnost ŽĐAS plně využívá státní podporu (40% státní dotace na nové, rozšiřovací výrobní investice, které poskytuje společnost CzechInvest). Společnost ŽĐAS celou investici financuje, ale následně po dokončení a splnění předepsaných kritérií, daných technických a environmentálních požadavků má 100% nárok na 40% státní dotaci, o kterou je následně snížena hodnota příslušné investice.

Následující tabulky zobrazují plánování dlouhodobého majetku, investic a odpisů pro položky: dlouhodobý nehmotný majetek, stavby a samostatné movité věci. Částka investic je rozložena rovnoměrně z důvodu neznámosti investičního plánu akciové společnosti ŽĐAS. Hodnota majetku je zde sledována v rovině evidence majetku k datu ocenění (31. 12. 2013) a v rovině investic do nového majetku pro období prognózy (od roku 2014 do roku 2018).

Výpočty:

Investice netto = Odhad investic netto pro růst tržeb / počet let prognózy

Investice brutto = investice netto_(t) + odpis majetku evidovaného k 31. 12. 2013_(t) + odpisy nového majetku_(t)

Pořizovací hodnota_(t) = pořizovací hodnota_(t-1) + investice brutto_(t)

Zůstatková hodnota_(t) = zůstatková hodnota_(t-1) + investice netto_(t)²⁷

Tabulka 56: Plán majetku, investic a odpisů - dlouhodobý nehmotný majetek

Dlouhodobý nehmotný majetek (tis. Kč)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Původní - odpisy	2 454	2 454	2 454	2 454	2 454	2 454
- zůstatková hodnota	12 991	10 537	8 082	5 628	3 174	719
Nový - investice netto	-	1 614	1 614	1 614	1 614	1 614
- investice brutto	-	4 068	5 085	6 357	7 946	9 932
- pořizovací hodnota k 31.12.	-	4 068	9 154	15 510	23 456	33 388
- odpisy (1/4 z pořizovací ceny k 1.1.)	-	0	1 017	2 288	3 878	5 864
Celkem - odpisy	-	2 454	3 471	4 743	6 332	8 318
- zůstatková hodnota	12 991	14 605	16 219	17 833	19 447	21 061

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Tabulka 57: Plán majetku, investic a odpisů - stavby

Stavby (tis. Kč)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Původní - odpisy	69 733	69 733	69 733	69 733	69 733	69 733
- zůstatková hodnota	495 978	426 245	356 512	286 780	217 047	147 314
Nový - investice netto	-	8 080	8 080	8 080	8 080	8 080
- investice brutto	-	77 812	79 758	81 752	83 795	85 890
- pořizovací hodnota k 31.12.	-	77 812	157 570	239 322	323 117	409 007
- odpisy (1/40 z pořizovací ceny k 1.1.)	-	0	1 945	3 939	5 983	8 078
Celkem - odpisy	-	69 733	71 678	73 672	75 716	77 811
- zůstatková hodnota	495 978	504 058	512 137	520 217	528 296	536 376

(Zdroj: Vlastní zpracování)

²⁷ Zůstatková hodnota dané složky majetku, bude následně vstupovat do finančního plánu - do plánované rozvahy.

Tabulka 58: Plán majetku, investic a odpisů - samostatné movité věci

Samostatné movité věci (tis. Kč)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Původní - odpisy	116 513	116 513	116 513	116 513	116 513	116 513
- zůstatková hodnota	862 685	746 172	629 659	513 146	396 634	280 121
Nový - investice netto		33 477	33 477	33 477	33 477	33 477
- investice brutto		149 990	164 989	181 488	199 636	219 600
- pořizovací hodnota k 31.12.		149 990	314 978	496 466	696 102	915 702
- odpisy (1/10 z pořizovací ceny k 1.1.)		0	14 999	31 498	49 647	69 610
Celkem - odpisy		116 513	131 512	148 011	166 159	186 123
- zůstatková hodnota	862 685	896 162	929 639	963 116	996 593	1 030 069

(Zdroj: Vlastní zpracování)

8.4.3 Analýza rentability provozně nutného investovaného kapitálu

Když je k dispozici prognóza investic a odpisů, je možné dopočítat KPVH po odpisech a po dani, což je uvedeno v následující tabulce.

Tabulka 59: Tempo růstu KPVH po odpisech a dani za roky 2009 - 2013 a pro prognózované období

Rok	Sazba daně z příjmu	KPVH po odpisech a po dani	Zisková marže po odpisech a po dani
2009	20 %	99 692	3,55 %
2010	19 %	112 554	4,34 %
2011	19 %	98 640	3,23 %
2012	19 %	123 914	4,58 %
2013	19 %	65 187	2,34 %
Tempo růstu KPVH po odpisech a po dani			-10,08 %
2014	19 %	112 464	4,41 %
2015	19 %	120 763	4,36 %
2016	19 %	126 161	4,24 %
2017	19 %	129 495	4,08 %
2018	19 %	132 926	3,92 %
Tempo růstu KPVH po odpisech a po dani			4,27 %

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Tabulka 60: Obrat a rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu

Rok	Provozně nutný investovaný kapitál (tis. Kč)	Obrat provozně nutného investovaného kapitálu	Rentability provozně nutného investovaného kapitálu
2009	2 566 674	-	
2010	2 701 845	1,009	4,39 %
2011	2 628 435	1,129	3,65 %
2012	2 741 227	1,030	4,71 %
2013	2 543 642	1,018	2,38 %
2014	2 476 799	1,002	4,42 %
2015	2 601 922	1,118	4,48 %
2016	2 721 877	1,143	4,85 %
2017	2 840 294	1,166	4,76 %
2018	2 965 634	1,195	4,68 %

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Při rozdělení majetku na majetek provozně nutný a nenutný byla vyčíslena hodnota provozně nutného investovaného kapitálu. V rámci analýzy jsem následně dopočetl obrat provozně nutného investovaného kapitálu, a to pomocí vzorce: $\text{tržby}_{(t)} / \text{investovaný kapitál provozně nutný}_{(t-1)}$, a následně jeho rentabilitu jako součin ziskové marže po odpisech a po dani $_{(t)}$ a obratu investovaného kapitálu $_{(t)}$, což je zobrazeno v předcházející tabulce. Tato analýza má zásadní význam pro odhad parametrů pokračující hodnoty.

Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu dosáhla v letech 2010 - 2013 průměrné hodnoty 3,78 %. Za prognózované období (2014 - 2018) došlo k nárůstu o 0,94 % na hodnotu 4,72 %. Společnost ŽŽAS je v mnoha ohledech specifický podnik, který díky své dlouholeté výrobní historii stále vlastní mnoho výrobních technologií, z nichž mnohé jsou více jak 30 let staré a z dnešního hlediska již zastaralé, neefektivní a plně odepsané, ale stále nutné k výrobě. Společnost ŽŽAS se tyto zastaralé technologie stále (i v době finanční krize a poklesu zakázek) snaží postupně obměňovat novými moderními technologiemi, z čehož plyne vysoká investiční náročnost. Z důvodu celosvětové hospodářské recese stále dochází ne k 100% využití současných výrobních kapacit společnosti, ale z důvodu potřeby k výrobě a zastarávání je do těchto kapacit společnost nucena investovat, díky čemuž dosahuje v současné době právě takto nízké hodnoty rentability investovaného provozně nutného kapitálu.

8.5 Předběžné ocenění na základě generátorů hodnoty

Smyslem předběžného ocenění na základě generátorů hodnoty je získání prvního odhadu hodnoty oceňovaného podniku.

K předběžnému ocenění pomocí generátorů hodnoty lze využít vztah, který je uveden v teoretické části. Tento vztah má následující podobu: $H_b = FCF_t / (i_k - g)$.

Z důvodu neznámosti vstupního parametru, který vstupuje do výpočtu předběžného ocenění (i_k - kalkulovaná úroková míra), je třeba nejprve tento parametr odhadnout nebo vypočítat pomocí například metod doplňkových, které se používají při určování subjektivní hodnoty podniku (stavebnicová metoda).

Pro další postup jsem zvolil výpočet kalkulované úrokové míry pomocí stavebnicové metody uplatňované MPO České republiky (MPO, 2014, [online], [cit. 2014-11-05]).

Tabulka 61: Výpočet WACC pomocí stavebnicové metody MPO ČR

	2013
Bezriziková sazba (r_f) - stanovena jako výnos 10letých státních dluhopisů	2,26 %
Riziková přírážka za finanční stabilitu ($r_{FINSTAB}$) - charakterizuje vztahy životnosti aktiv a pasiv, je navázána na likviditu L3	0,75 %
Riziková přírážka za velikost podniku (r_{LA}) - navázána na velikost úplatných zdrojů podniku UZ (součet vlastního kapitálu, bankovních úvěrů a dluhopisů)	1,26 %
Riziková přírážka za podnikatelské riziko podniku (r_{POD}) - navázána na ukazatel produkční síly ($EBIT / \sum A$)	3,92 %
Riziková přírážka za finanční strukturu ($r_{FINSTRU}$) - rozdíl r_e a WACC	0,74 %
Náklady na vlastní kapitál (r_e) = $r_f + r_{FINSTAB} + r_{LA} + r_{POD} + r_{FINSTRU}$	8,93 %
Náklady na cizí kapitál (UM) = Nákladové úroky / bankovní úvěry	2,68 %
WACC = $((UZ / \sum A) * r_e + (CZ / Z) * UM * ((UZ / \sum A) - (VK / \sum A))) / ((VK / \sum A)^{28})$	9,86 %

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Nyní již lze přistoupit k předběžnému ocenění akciové společnosti ŽŽAS, které je zobrazeno v následující tabulce.

²⁸ (CZ / Z) = podíl čistého zisku na zisku (zohledněn skutečný vliv zdanění), nahrazení výrazu $(1 - \text{sazba daně z příjmů})$. UM = úroková míra (náklady na cizí kapitál). WACC = i_k .

Tabulka 62: Předběžné ocenění na základě generátorů hodnoty společnosti ŽĐAS

Generátor hodnoty	Označení	Hodnota
Tempo růstu tržeb	g	4,21 %
Zisková marže po odpisech a po dani	r_{ZM}	4,20 %
Náročnost růstu tržeb na:		
- růst pracovního kapitálu	$k_{\text{ČPK}}$	37,34 %
- růst dlouhodobého majetku	k_{DM}	20,40 %
- investice netto celkem	-	57,74 %
Kalkulovaná úroková míra	i_k	9,86 %
Hodnota podniku brutto (H_b) - v tis. Kč		961 608

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Předběžné ocenění akciové společnosti ŽĐAS zobrazuje předcházející tabulka a hodnota podniku brutto (H_b) je na úrovni 961 608 tis. Kč. Následujícím krokem je úvaha o citlivosti hodnoty podniku na změnu jednotlivých generátorů hodnoty, tzv. analýza citlivosti. Základním smyslem této analýzy je zjistit vliv jednotlivých vstupních parametrů předběžného ocenění na hodnotu podniku. Citlivostní analýzu jsem provedl pro tři vstupní faktory: tempo růstu tržeb (g), ziskovou marži po odpisech a po dani (r_{ZM}) a pro kalkulovanou úrokovou míru (i_k). Výsledky této analýzy jsou zobrazeny v následující tabulce.

Tabulka 63: Analýza citlivosti - vybrané vstupní faktory

Změna faktoru	$g - 20\%$	$g - 10\%$	g	$g + 10\%$	$g + 20\%$
Tempo růstu tržeb (g)	3,41%	3,79%	4,21%	4,63%	5,10%
Hodnota podniku (H_b) - tis. Kč	1 027 671	998 549	961 608	918 716	862 779
Změna hodnoty podniku	6,87%	3,84%	0,00%	-4,46%	-10,28%
Změna faktoru	$r_{ZM} - 20\%$	$r_{ZM} - 10\%$	r_{ZM}	$r_{ZM} + 10\%$	$r_{ZM} + 20\%$
Zisková marže po odpisech a po dani (r_{ZM})	3,40%	3,78%	4,20%	4,62%	5,09%
Hodnota podniku (H_b) - tis. Kč	550 676	745 328	961 608	1 177 888	1 415 796
Změna hodnoty podniku	-42,73%	-22,49%	0,00%	22,49%	47,23%
Změna faktoru	$i_k - 20\%$	$i_k - 10\%$	i_k	$i_k + 10\%$	$i_k + 20\%$
Kalkulovaná úroková míra (i_k)	7,99%	8,88%	9,86%	10,85%	11,94%
Hodnota podniku (H_b) - tis. Kč	1 438 743	1 164 941	961 608	818 708	703 680
Změna hodnoty podniku	49,62%	21,15%	0,00%	-14,86%	-26,82%

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Východiskem výpočtu jsou prognózované hodnoty tempa růstu tržeb, ziskové marže po odpisech po dani a kalkulované úrokové míry. Tyto hodnoty jsou postupně snižovány o 10 a 20 % a následně zvyšovány o 10 a 20 %. V hodnotě podniku je zobrazena pouze vždy změna daného faktoru a všechny ostatní faktory jsou považovány za neměnné.

U faktoru zisková marže lze zaznamenat v průměru nejsilnější nadproporcionální změny. Při zvýšení (snížení) tohoto faktoru o 10 %, lze zaznamenat přírůstek (pokles) hodnoty podniku o 22,49 %, tj. 2,25 krát větší (menší) změna než změna faktoru. Při zvýšení o 20 %, lze zaznamenat přírůstek hodnoty podniku o 47,23 %, což je 2,36 krát větší změna hodnoty podniku než změna faktoru a při snížení o 20 % pokles hodnoty podniku o 42,73 % (tzn. 2,14 krát menší změna než změna faktoru).

Závěrem lze říci, že citlivostní analýza ve dvou ze třech zkoumaných faktorů (zisková marže po odpisech a po dani, kalkulovaná úroková míra) ukázala nadproporcionální změnu hodnoty podniku, tzn., že změna parametru o 10 % vede k silnější změně vyčíslené hodnoty oceňovaného podniku. Pouze faktor tempo růstu tržeb vykázal podproporcionální změnu hodnoty podniku, tzn., že změna parametru o 10 % vede k slabší změně vyčíslené hodnoty oceňovaného podniku.

Nadproporcionální změny lze označit za rizikové faktory, a z tohoto důvodu jim musí být věnována zvýšená pozornost při jejich prognóze.

9 Finanční plán

Komplexní finanční plán se skládá z následujících částí:

- 1) Plánovaný výkaz zisku a ztrát (výsledovka),
- 2) Plánovaný výkaz rozvaha,
- 3) Plánovaný výkaz peněžních toků (cash flow).

Tyto výkazy mívají zpravidla podobu účetních (finančních) výkazů, což bude respektováno i v této kapitole. K sestavení plánu byla využita metoda procentního podílu na tržbách. Na základě poznatků z předcházejících analýz a prognóz jsem sestavil zmíněné plánované výkazy pro časové období 2014 - 2018.

9.1 Plánovaný výkaz zisku a ztrát

Prvním krokem při sestavení plánované výsledovky je sestavení tohoto výkazu pro hlavní činnost podniku (náklady a výnosy související s provozním majetkem oceňované společnosti) a vyčíslení hodnoty provozního výsledku hospodaření (v našem případě KPVH).

Tabulka 64: Hlavní činnost - náklady a výnosy spojené s provozním majetkem (plán KPVH)

Položka	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Obchodní marže	15 743	12 310	13 370	14 363	15 337	16 400
Výkony	2 753 235	2 605 812	2 830 213	3 040 461	3 246 497	3 471 490
Tržby za vlastní výrobky a služby	2 790 796	2 548 447	2 767 908	2 973 528	3 175 028	3 395 068
Výkonová spotřeba	1 556 415	1 513 006	1 643 299	1 765 375	1 885 005	2 015 642
Přidaná hodnota	1 196 820	1 092 807	1 186 914	1 275 086	1 361 492	1 455 848
Osobní náklady	956 755	775 239	841 999	904 549	965 846	1 032 782
Daně a poplatky	5 315	4 521	4 910	5 275	5 633	6 023
Odpisy	188 700	188 700	206 661	226 425	248 207	272 252
Ostatní provozní položky (změna rezerv)	-18 685	-2 189	-2 377	-2 554	-2 727	-2 916
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	80 478	138 845	149 090	155 754	159 870	164 107

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Hodnoty uvedené v předcházející tabulce jsou převzaty z generátorů hodnoty (prognóza ziskové marže zdola a investic do dlouhodobého majetku provozně nutného. Položka přidaná hodnota je dopočítána jako rozdíl položky výkony a položky výkonová

spotřeba. Korigovaný provozní výsledek hospodaření je vytvořen rozdílem součtu výnosových položek (obchodní marže a přidaná hodnota) a součtu nákladových položek (osobní náklady, daně a poplatky, odpisy, ostatní provozní položky).

Následující krok je výpočet nákladů na cizí kapitál, konkrétně určení budoucích nákladových úroků ²⁹. Akciová společnost ŽĎAS má uzavřený bankovní klub se svými třemi financujícími bankami, které akciové společnosti poskytují veškeré potřebné úvěry. Smlouva bankovního klubu stanovuje, že pokud ŽĎAS potřebuje úvěr, musí se nejprve obrátit na své financující banky a až následně by mohl požádat o úvěr jinou bankovní instituci. Další, co smlouva bankovního klubu (končící k 30. 4. 2016) obsahuje, je limit úvěrů, tzn. že akciová společnost ŽĎAS nesmí překročit částku 200 mil. Kč celkových úvěrů. Z důvodu nedostatku informací (akciová společnost ŽĎAS ve své výroční zprávě uvádí pouze celkové částky krátkodobých a dlouhodobých úvěrů a je vázána bankovním klubem o neposkytování informací týkajících se poskytnutých úvěrů) jsem byl nucen při výpočtu nákladů na cizí kapitál a nákladových úroků použít zjednodušený postup, který vychází z následující úvahy: úroky ke konci období jsou odvozeny z hodnoty úvěru na začátku tohoto období, které se rovná hodnotě úvěru na konci minulého období. Úroková sazba je tedy odvozena jako průměrná cena cizích zdrojů.

Tabulka 65: Odvození průměrné úrokové sazby společnost ŽĎAS

	2012	2013
Bankovní úvěry dlouhodobé (tis. Kč)	107 368	65 263
Krátkodobé bankovní úvěry (tis. Kč)	80 000	130 000
Úvěry celkem (tis. Kč)	187 368	195 263
Nákladové úroky (tis. Kč)	4 286	5 028
Průměrná úroková sazba	2,68 %	

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Po vynásobení výsledné průměrné úrokové sazby s výší prognózovaných úvěrů (které jsou ponechány na úrovni roku 2013) dostaneme hodnotu nákladových úroků. Tuto hodnotu zobrazuje následující tabulka.

²⁹ Nákladové úroky představují součin plánované úrokové sazby a plánované výše úvěrů.

Tabulka 66: Plánované hodnoty nákladových úroků

Položka (tis. Kč)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Nákladové úroky	5 028	5 240	5 240	5 240	5 240	5 240

(Zdroj: Vlastní zpracování)

V pořadí třetím krokem (po naplánování KPVH a nákladových úroků) je plánování výsledku hospodaření z vedlejší činnosti podniku (výnosy a náklady související s neprovozním majetkem). Nejčastěji mezi neprovozní majetek patří krátkodobý a dlouhodobý finanční majetek. Akciová společnost ŽĎAS má dlouhodobý finanční majetek v podobě dceřiné společnosti TS Plzeň, a. s. Tato společnost je 100 % vlastněná akciovou společností ŽĎAS a v neprovozním majetku je zařazena z důvodu, že nijak nepřispívá k činnosti společnosti ŽĎAS.

Za neprovozní výnosy lze dále označit i výnosové úroky plynoucí z úročených peněžních prostředků na bankovních účtech společnosti (úrokovou sazbu jsem zvolil ve výši 0,5 % p. a.). Výnosové úroky jsou počítány z hodnoty finančního majetku na začátku období (tzn. z hodnoty ke konci minulého období).

Tabulka 67: Vedlejší činnost - VH z neprovozního majetku

Položka (tis. Kč)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	1 102	1 102	1 102	1 102	1 102	1 102
Výnosové úroky	142	160	596	597	647	722
VH z neprovozního majetku	1 244	1 262	1 698	1 699	1 749	1 824

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Čtvrtým a posledním krokem plánované výsledovky je výpočet výsledku hospodaření za účetní období po dani. Výsledek hospodaření za účetní období po dani je rozdíl celkového VH před daní (součet KPVH a VH z neprovozního majetku sníženého o nákladové úroky) a daně za účetní období.

Tabulka 68: Výsledek hospodaření za účetní období po dani

Položka (tis. Kč)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Mimořádný VH před daní	0	0	0	0	0	0
Celkový VH před daní	85 603	134 867	145 549	152 213	156 380	160 691
Daň	13 375	25 625	27 654	28 920	29 712	30 531
VH za účetní období po dani	72 228	109 243	117 894	123 292	126 668	130 160

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Mimořádný výsledek hospodaření, který je běžně součástí VH za účetní období, je v nulové výši z důvodu samotné podstaty mimořádného VH (důsledek mimořádných a zcela neočekávaných okolností). Pro výpočet daně byla použita současně platná daňová sazba ve výši 19 %.

9.2 Plánovaný výkaz rozvaha

Při sestavování plánovaného výkazu rozvaha byla opět základním východiskem provedená analýza a prognóza generátorů hodnoty. Položky dlouhodobého majetku jsou převzaty z plánu dlouhodobého majetku a investic. Položky oběžného majetku jsou převzaty z plánovaného pracovního kapitálu. V aktivech jsou dále doplněny položky jiný dlouhodobý hmotný majetek, nedokončený dlouhodobý hmotný majetek, poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek a položka časové rozlišení. Tyto položky jsou v plánu aktiv pouze pro úplnost a jsou ponechány na úrovni roku 2013, aby bylo dosaženo shody aktiv a pasiv. Uvedené položky lze považovat za neměnné z důvodu, že tyto položky je téměř nemožné rozšifrovat, tzn. určit, z čeho se skládají a z důvodu zanedbatelného podílu na celkových aktivech³⁰. Dále je zde předpoklad, že veškeré pozemky vlastněné společností ŽĐAS jsou provozně nutné (pozemky na kterých je společnost postavena) a nedojde k prodeji a ani k přecenění těchto pozemků v účetnictví.

V oběžných aktivech je zapotřebí doplnit položku krátkodobý finanční majetek. Tuto položku však lze doplnit až po sestavení plánovaného výkazu peněžních toků. Pro komplexnost a názornost je tato položka z plánu cash flow doplněna již v této kapitole. Aktiva v plánovaném výkazu rozvaha pak mají podobu, která je zachycena v následující tabulce.

³⁰ Čím nižší je hodnota položky, tím menší je i případná prognostická chyba.

Tabulka 69: Plánovaný výkaz rozvaha - AKTIVA

AKTIVA (tis. Kč)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
AKTIVA CELKEM	3 270 321	3 428 548	3 595 054	3 763 892	3 935 193	4 114 092
Dlouhodobý majetek	1 828 635	1 871 805	1 914 976	1 958 146	2 001 317	2 044 487
DNM	12 991	14 605	16 219	17 833	19 447	21 061
DHM	1 612 991	1 654 547	1 696 104	1 737 660	1 779 217	1 820 773
Pozemky	112 816	112 816	112 816	112 816	112 816	112 816
Stavby	495 978	504 058	512 137	520 217	528 296	536 376
Samostatné movité věci	862 685	896 162	929 639	963 116	996 593	1 030 069
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	713	713	713	713	713	713
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	137 309	137 309	137 309	137 309	137 309	137 309
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	3 490	3 490	3 490	3 490	3 490	3 490
DFM	202 653	202 653	202 653	202 653	202 653	202 653
a) provozně potřebný	0	0	0	0	0	0
b) provozně nepotřebný	202 653	202 653	202 653	202 653	202 653	202 653
Oběžná aktiva	1 435 674	1 550 731	1 674 066	1 799 734	1 927 864	2 063 593
Zásoby	844 864	830 479	901 996	969 003	1 034 667	1 106 373
Pohledávky	558 765	601 004	652 760	701 251	748 771	800 664
Krátkodobý finanční majetek	32 045	119 247	119 310	129 479	144 425	156 556
a) provozně potřebný	32 045	84 674	91 966	98 797	105 492	112 803
b) provozně nepotřebný	0	34 573	27 344	30 682	38 933	43 753
Časové rozlišení	6 012	6 012	6 012	6 012	6 012	6 012

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Následujícím krokem je sestavení plánované pasivní strany rozvahy. Ze stálosti položky základní kapitál (konstantní od roku 2005) se lze domnívat, že podnik nemá v úmyslu snižovat či zvyšovat tuto položku a z tohoto důvodu je pro plánované období ZK ponechán na úrovni roku 2013. Konstantní výše hodnoty roku 2013 byla zachována i u položky kapitálové fondy a položky statutární a ostatní fondy. V rámci fondů ze zisku je navyšován pouze rezervní fond a to 5 % z VH běžného účetního období.³¹ Položka VH

³¹ Do konce roku 2013 se příděl (z čistého zisku) do zákonného rezervního fondu řídil dle regulí obchodního zákoníku § 217 (Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník). Od 1. ledna 2014, kdy je právo obchodních společností regulováno zákonem o obchodních korporacích (Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích) nemají akciové společnosti a společnosti s ručením omezeným povinnost vytvářet zákonný rezervní fond přídělem z čistého zisku. Jeho tvorba je v současnosti čistě dobrovolná, stejně jako výše, ve které může být tvořen. Dle současně platných stanov společnosti ŽDAS je příděl do zákonného rezervního fondu 5 % ze zisku až do doby než zákonný rezervní fond dosáhne výše 20 % základního kapitálu společnosti (JUSTICE, 2015, [online], [cit. 2015-02-10]).

za účetní období (čistý zisk) je převzata z předcházející části, konkrétně z plánované výsledovky. Z čistého zisku je kromě položky zákonný rezervní fond navyšována i položka VH minulých let. Tato položka se navyšuje o částku, která z čistého zisku zůstane po přidělu do zákonného rezervního fondu a výplatě dividend. Jelikož akciová společnost ŽĐAS nemá stanovenou dividendovou politiku a výše dividend je odvislá pouze od rozhodnutí jediného akcionáře, kterým je mateřská společnost ŽP Podbrezová, neuvažují pro roky 2014 - 2018 s výplatou dividend, což znamená, že VH minulých let je meziročně navyšován o čistý zisk snížený o přiděl do rezervního fondu.

První položkou v rámci cizích zdrojů jsou rezervy, které jsou plánovány v nezměněné výši z důvodu nedostatku informací o tvorbě rezerv a jejich čerpání akciovou společností ŽĐAS. Totéž platí i pro dlouhodobé závazky, bankovní úvěry a výpomoci (předpoklad, že úvěry jsou během daného období čerpány a spláceny ve stejné výši) a časové rozlišení. Krátkodobé závazky jsou převzaty z analýzy a prognózy generátorů hodnoty (v rámci plánování pracovního kapitálu).

Tabulka 70: Plánovaný výkaz rozvaha - PASIVA

PASIVA (tis. Kč)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PASIVA CELKEM	3 270 321	3 428 548	3 595 054	3 763 892	3 935 193	4 114 092
Vlastní kapitál	2 344 580	2 453 823	2 571 717	2 695 009	2 821 677	2 951 836
Základní kapitál	1 395 303	1 395 303	1 395 303	1 395 303	1 395 303	1 395 303
Kapitálové fondy	1 339	1 339	1 339	1 339	1 339	1 339
Fondy ze zisku	220 599	224 210	229 673	235 567	241 732	248 065
Zákonný rezervní fond	220 538	224 149	229 612	235 506	241 671	248 004
Statutární a ostatní fondy	61	61	61	61	61	61
VH minulých let	655 111	723 728	827 508	939 508	1 056 635	1 176 970
VH běžného účetního období	72 228	109 243	117 894	123 292	126 668	130 160
Cizí zdroje	917 223	966 207	1 014 819	1 060 365	1 104 998	1 153 738
Rezervy	124 383	124 383	124 383	124 383	124 383	124 383
Dlouhodobé závazky	82 069	82 069	82 069	82 069	82 069	82 069
Krátkodobé závazky	515 508	564 492	613 104	658 650	703 283	752 023
Bankovní úvěry a výpomoci	195 263	195 263	195 263	195 263	195 263	195 263
Bankovní úvěry dl.	23 158	23 158	23 158	23 158	23 158	23 158
Kr. bankovní úvěry	172 105	172 105	172 105	172 105	172 105	172 105
Časové rozlišení	8 518	8 518	8 518	8 518	8 518	8 518

(Zdroj: Vlastní zpracování)

9.3 Plánovaný výkaz peněžních toků

Plánovaný výkaz peněžních toků má opět podobu účetního (finančního) výkazu peněžních toků (část provozní, investiční a finanční činnost) s mírnou odlišností, která spočívá pro účely ocenění ve vymezení zvláště peněžních toků z provozního a neprovozního majetku a dále ve vyčlenění peněžních toků poskytovatelům kapitálu (placené nákladové úroky).

Východiskem plánovaného výkazu peněžních toků pro provozní činnost je KPVH po dani upravený o nepeněžní operace a dále o změny provozně nutných oběžných aktiv (pracovního kapitálu).

Tabulka 71: Plánovaný výkaz peněžních toků - peněžní toky z provozu

1) Peněžní tok z provozu (tis. Kč)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
KPVH	80 478	138 845	149 090	155 754	159 870	164 107
Daň připadající na KPVH	15 291	26 381	28 327	29 593	30 375	31 180
KPVH po dani	65 187	112 464	120 763	126 161	129 495	132 926
Úpravy o nepeněžní operace (=Σ)	96 564	188 700	206 661	226 425	248 207	272 252
Odpisy DM (provozně nutného)	188 700	188 700	206 661	226 425	248 207	272 252
Změna zůstatků rezerv	-92 136	0	0	0	0	0
Úpravy provozně nutných oběžných aktiv (=Σ)	134 127	21 130	-74 661	-69 953	-68 551	-74 858
Změna stavu pohledávek	-35 407	-42 239	-51 756	-48 492	-47 520	-51 892
Změna stavu krátkodobých závazků	18 465	48 984	48 611	45 546	44 633	48 740
Změna stavu zásob	151 069	14 385	-71 517	-67 007	-65 664	-71 706
Peněžní tok z provozní činnosti celkem	295 878	322 294	252 763	282 633	309 151	330 320

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Následující tabulka zobrazuje plánované peněžní toky pro investiční činnost akciové společnosti ŽĎAS. Hodnoty jsou převzaty z prognózy generátorů hodnoty a jedná se o celkové investice brutto. Částka je vykázána s minusovým znaménkem z důvodu nutnosti úhrady (jedná se o výdaj peněžních prostředků). Poslední položka (peněžní tok z provozního majetku celkem) je součtem celkového peněžního toku z provozní činnosti (viz předcházející tabulka) a celkového peněžního toku z činnosti investiční.

Tabulka 72: Plánovaný výkaz peněžních toků - peněžní toky z investiční činnosti

2) Investiční činnost (tis. Kč)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Nabytí dlouhodobého majetku (provozně nutného)	-	-231 870	-249 832	-269 596	-291 378	-315 423
Peněžní tok z investiční činnosti celkem	-	-231 870	-249 832	-269 596	-291 378	-315 423
Peněžní tok z provozního majetku celkem	-	90 424	2 932	13 038	17 774	14 898

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Následující tabulka zobrazuje platbu nákladových úroků. Výpočet nákladových úroků je součástí předcházející kapitoly viz kapitola 9.1 Plánovaný výkaz zisku a ztrát. Protože se v tomto případě opět jedná o výdaj, položka je uvedena se znaménkem mínus.

Tabulka 73: Plánovaný výkaz peněžních toků - náklady na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál (tis. Kč)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Platba nákladových úroků	-5 028	-5 240	-5 240	-5 240	-5 240	-5 240

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Peněžní toky spojené s neprovozním majetkem jsou zobrazeny v následující tabulce. Výpočet položky výnosy z DFM a položky výnosové úroky je již obsažen v předcházející kapitole viz kapitola 9.1 Plánovaný výkaz zisku a ztrát. Položka difference v platbě daně oproti dani z KPVH je vypočítána jako rozdíl položky daň připadající na celkový výsledek hospodaření před zdaněním (v plánovaném výkazu zisku a ztrát) a položky daň připadající na KPVH (v plánovaném výkazu peněžních toků - peněžní toky z provozu). Mimořádný VH je opět ze své podstaty v nulové částce. Součtem uvedených položek získáme výslednou částku položky příjmy z neprovozního majetku a mimořádné příjmy, která po předpokladu, že podnik bude během let 2014 – 2018 investovat pouze do provozně nutného majetku (investice do majetku provozně nenutného budou nulové), bude shodná s položkou peněžní tok z neprovozního majetku celkem. Tato část výkazu peněžních toků je zde uvedena z důvodu vyčlenění dlouhodobého finančního majetku jako majetku neprovozního v aktivech rozvahy, což s sebou přináší i následné vyčlenění peněžních toků plynoucích z tohoto neprovozního majetku.

Tabulka 74: Plánovaný výkaz peněžních toků - peněžní toky z neprovozního majetku

Peněžní tok z neprovozního majetku (tis. Kč)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Příjmy z neprovozního majetku a mimořádné příjmy	3 160	2 018	2 371	2 371	2 413	2 473
Výnosy z DFM	1 102	1 102	1 102	1 102	1 102	1 102
Výnosové úroky	142	160	596	597	647	722
Diference v platbě daně oproti dani z KPVH ³²	1 916	756	673	673	663	649
Mimořádný VH před daní	0	0	0	0	0	0
Nabytí neprovozního majetku	3 000	0	0	0	0	0
Nabytí DFM	3 000	0	0	0	0	0
Prodej neprovozního majetku	0	0	0	0	0	0
Snížení DFM	0	0	0	0	0	0
Peněžní tok z neprovozního majetku celkem	6 160	2 018	2 371	2 371	2 413	2 473

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Předposlední tabulka plánovaného výkazu peněžních toků vymezuje peněžní toky z finanční činnosti. Z důvodu předpokladu, že bankovní úvěry budou využívány ve stále stejné míře, jsou i peněžní toky s nimi spojené za prognózované období nulové. Totéž platí i pro dividendy, které jsou pro roky 2014 – 2018 plánovány v nulové výši.

Tabulka 75: Plánovaný výkaz peněžních toků - peněžní toky z finanční činnosti

3) Finanční činnost (tis. Kč)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Změna stavu dlouhodobých závazků	7 895	0	0	0	0	0
Změna dlouhodobých bankovních úvěrů	-42 105	0	0	0	0	0
Změna stavu kr. bankovních úvěrů	50 000	0	0	0	0	0
Zvýšení a snížení VK z vybraných operací	-255 389	0	0	0	0	0
Upsání CP a účastí (zvýšení ZK)	-5 389	0	0	0	0	0
Výplata dividend a podílů ze zisku	-250 000	0	0	0	0	0
Peněžní tok z finanční činnosti celkem	-247 494	0	0	0	0	0

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Následující tabulka zobrazuje celkový peněžní tok společnosti ŽĎAS, který je získaný součtem peněžních toků za jednotlivé činnosti (provozní, investiční a finanční činnost) snížený o platbu nákladových úroků a navýšený o peněžní tok plynoucí z neprovozního

³² Položka zahrnuje daň z výnosů z neprovozního majetku, daň z mimořádného zisku a daňovou úsporu z nákladových úroků.

majetku. Položka stav peněžních prostředků na konci období je získána součtem stavu peněz na začátku období a celkového peněžního toku.

Tabulka 76: Plánovaný výkaz peněžních toků - celkový peněžní tok

Peněžní tok celkem (tis. Kč)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Peněžní tok celkem	-	87 202	63	10 169	14 946	12 131
Stav peněžních prostředků na konci období	32 045	119 247	119 310	129 479	144 425	156 556

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Stav peněz na konci období, který je zobrazen v předcházející tabulce, je kladný a meziročně roste. Plánovaný způsob financování tedy dostačuje k realizaci dílčích plánů, mezi které patří zejména plán investic.

Uvedený finanční plán nyní ještě podrobím finanční analýze, která by měla potvrdit nebo změnit předpoklad nekonečného trvání podniku, který byl učiněn na závěr finanční analýzy (za minulé roky) a zhodnotit vývoj poměrových ukazatelů.

9.4 Finanční analýza sestaveného finančního plánu

Následující finanční analýza navazuje na finanční analýzu akciové společnosti ŽĎAS provedenou za účelem posouzení finančního zdraví za minulé roky (ukazatele jsou konstruovány na stejné bázi jako u finanční analýzy za minulost).

Ukazatelé běžné likvidity a pohotové likvidity se i za prognózované období (2014 – 2018) pohybují v rámci doporučených hodnot, jako tomu bylo i v minulosti. Ukazatel peněžní likvidity z hodnoty 0,05, která byla dosažena v roce 2013, se za prognózované období přiblížil ke spodní hranici doporučené hodnoty.

Ukazatelé rentability zaznamenaly oproti roku 2013 výrazné zlepšení, stále však ještě hodnoty uvedených rentabilit nedosahují hodnot před nástupem celosvětové finanční krize.

Ukazatelé aktivity se drží na relativně stálé úrovni. Pozitivem stále zůstává delší doba splatnosti krátkodobých závazků akciové společnosti ŽĎAS (v průměru 120 dní) oproti kratší době inkasa pohledávek (v průměru 79 dnů).

V oblasti nákladovosti je opět dosaženo relativně stálé úrovně. Podíl přidané hodnoty na tržbách za prognózované období zaznamenal mírný nárůst o 0,46 %. Tento podíl dosáhl průměrné hodnoty za prognózované období 40,31 % (za období 2009 - 2013 byla dosažena průměrná hodnota ukazatele ve výši 39,85 %). Podíl osobních nákladů na tržbách zaznamenal za prognózované období mírný pokles o 1,87 %. Dosažená průměrná hodnota tohoto ukazatele za roky 2014 - 2018 byla 28,30 % oproti období 2009 - 2013, kdy průměrná hodnota dosáhla výše 30,17 %.

Totéž platí i pro oblast dlouhodobé finanční rovnováhy (celková zadluženost společnosti), úrokové krytí zaznamenalo v roce 2014 výrazný růst hodnoty ukazatele oproti roku 2013 (nárůst hodnoty o 8,71). V následujících letech již ukazatel úrokového krytí zaznamenává pouze mírný růst.

Tabulka 77: Poměrové ukazatele sestaveného finančního plánu

Ukazatel	2014	2015	2016	2017	2018
Ukazatele likvidity					
Běžná likvidita	2,11	2,13	2,17	2,20	2,23
Pohotová likvidita	0,97	0,98	0,99	1,02	1,03
Peněžní likvidita	0,16	0,15	0,16	0,17	0,17
Ukazatele rentability					
ROA	4,09%	4,19%	4,18%	4,11%	4,03%
ROS z EBIT	5,06%	5,05%	4,93%	4,76%	4,59%
ROE	4,45%	4,58%	4,57%	4,49%	4,41%
ROS z EAT	3,95%	3,95%	3,86%	3,73%	3,60%
Ukazatele aktivity					
Obrat aktiv	0,81	0,83	0,85	0,86	0,88
Obrat zásob	3,33	3,31	3,30	3,28	3,27
Doba inkasa pohledávek	78,15	78,64	79,05	79,39	79,73
Doba splatnosti kr. závazků	118,32	119,45	120,37	121,17	121,94
Ukazatele nákladovosti					
Přidaná hodnota / T	39,88%	40,14%	40,34%	40,52%	40,69%
Osobní náklady / T	28,00%	28,18%	28,32%	28,45%	28,57%
Ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy					
Celková zadluženost	24,55%	24,77%	24,87%	24,92%	25,02%
Úrokové krytí	26,74	28,78	30,05	30,84	31,67

(Zdroj: Vlastní zpracování)

10 Náklady kapitálu

Jelikož výsledné ocenění podniku bude provedeno pomocí metod DCF ve variantě entity a EVA ve variantě entity, je nutné před tímto výsledným oceněním vyčíslit náklady na vlastní a na cizí kapitál.

10.1 Výpočet nákladů na cizí kapitál

Výpočet a vyčíslení nákladů na cizí kapitál společnosti ŽĎAS je uvedeno v kapitole 9.1 Plánovaný výkaz zisku a ztrát. Pro připomenutí: výpočet nákladů na cizí kapitál je realizován pomocí zjednodušeného postupu výpočtu, který vychází z úvahy, že úroky ke konci období jsou odvozeny z hodnoty úvěru na začátku tohoto období, které se rovná hodnotě úvěru na konci minulého období. Tento postup byl použit z důvodu nedostatku informací. Průměrná úroková sazba (náklad na cizí kapitál) vypočtená dle uvedeného zjednodušeného postupu se rovná 2,68 %.

10.2 Výpočet nákladů na vlastní kapitál

Pro výpočet nákladů na vlastní kapitál jsem použil v současnosti nejvyužívanější nástroj pro odhad těchto nákladů odvozený z tržních dat a to model CAPM (Capital Asset Pricing Model). Model stanovuje náklady vlastního kapitálu (vlastníkem požadovanou výnosnost) na základě údajů o výnosnosti kapitálového trhu s určitými požadavky, které nejlépe splňuje americký kapitálový trh. Základní tvar modelu CAPM je uveden v teoretické části. Pro následný výpočet byla využita modifikace modelu CAPM navržená Damodaranem (pro jiné než americké podniky), která vychází z bezrizikové výnosnosti realizované na americkém kapitálovém trhu a k té přičítá rizika spojené se zemí, ve které se model aplikuje. Tato modifikovaná verze má pak základní tvar (MAŘÍKOVÁ, MAŘÍK 2008):

$$n_{VK} = r_{f(USA)} + \beta \times RPT_{(USA)} + RPZ$$

kde: n_{VK} = odhad nákladů na vlastní kapitál,

r_f = aktuální výnosnost dlouhodobých vládních dluhopisů USA,

β = odvětvové β přenesené z rozvinutějších trhů a upravené na zadlužení v tržních cenách konkrétního podniku,

RPT = riziková premie kapitálového trhu,

RPZ = riziková prémie země.³³

Výpočet nákladů vlastního kapitálu akciové společnosti ŽŽAS pomocí Damodaranovy modifikace zobrazuje následující tabulka.

Tabulka 78: Výpočet nákladů na vlastní kapitál dle Damodaranovy modifikace modelu CAPM

r_f (aktuální výnosnost 10letých vládních dluhopisů USA)	1,96 %
Beta nezadlužené pro "Metals & Mining" (Evropa)	1,61
Riziková prémie kapitálového trhu USA (geometrický průměr z let 1928 - 2014)	5,00 %
Rating České republiky	A1
Riziko selhání země (prémie USA dluhopisů A1 oproti AAA (třicetiletých))	0,46 %
Odhad poměru rizikové premie u akcií oproti dluhopisům	1,50
Riziková prémie země	0,69 %
Riziková prémie země opravená o rozdíl v inflaci (+ 0,6 %)	1,29 %
Riziková přírážka za menší likviditu vlastnických podílů - odhad	0,00 %
Poměr cizího a vlastního kapitálu u oceňovaného podniku (tržní) ³⁴	40,77 %
Daňová sazba	19,00 %
Beta zadlužené	2,14
Náklady vlastního kapitálu	14,00 %

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Aplikace Damodaranovy modifikace modelu CAPM v ocenění akciové společnosti ŽŽAS.

- Bezriziková výnosnost byla odvozena od aktuální výnosnosti (výnosnost ke dni 25. 02. 2015) 10-ti letých vládních dluhopisů USA (U. S. DEPARTMENT OF THE TREASURY, 2015, [online], [cit. 2015-03-10]).
- Beta nezadlužená a riziková prémie kapitálového trhu USA byla získána ze stránek prof. Damodarana (DAMODARAN, 2015, [online], [cit. 2015-03-10]).

³³ Možným řešením výpočtu je rozdíl mezi výnosností dluhopisů se stejným ratingem, jako má stát, pro nějž rizikovou přírážku země hledáme (v mém případě ČR) a výnosností dluhopisů se stejným ratingem jako má USA. Dále se doporučuje započítání dalších faktorů, mezi které patří: rizikovost vztahovat namísto k dluhopisům k akciím (akciový trh je obecně více volatilnější (tedy i více rizikovější), než trh dluhopisový - Damodaran uvádí orientační hodnotu 1,5 krát a druhý faktor je rozdíl v inflaci mezi ČR a USA, který je potřeba ještě přičíst.

³⁴ Vlastní kapitál v tržním ocenění je výsledkem celého ocenění. Stanovení této hodnoty je posledním krokem ocenění.

- Rating České republiky je uveden na oficiálních internetových stránkách ratingové agentury Moody's, nebo na stránkách České národní banky (ČNB, 2015, [online], [cit. 2015-03-10]).
- Riziko selhání země bylo získáno podílem výnosností třicetiletých podnikových obligací s ratingem A1 a obligací s ratingem AAA mínus jedna (BONDSONLINE, 2015, [online], [cit. 2015-03-10]).
- Odhad poměru rizikové premie u akcií oproti dluhopisům byl stanoven na hodnotu 1,5 (MAŘÍKOVÁ, MAŘÍK, 2008).
- Riziková premie země byla vypočtena jako 1,5 násobek položky riziko selhání země. Doplněno o rozdíl mezi inflací (deflací) v ČR (-0,1 %) a v USA (-0,7 %).
- Beta zadlužená byla stanovena dle následujícího vzorce (MAŘÍKOVÁ, MAŘÍK, 2008):

$$\beta_{\text{zadlužená}} = \beta_{\text{nezadlužená}} \times \left[1 + (1 - t) \times \frac{D}{E} \right]$$

kde: t – daňová sazba,

D / E – poměr dlouhodobých cizích zdrojů a vlastního kapitálu (v tržním ocenění).

Výsledná hodnota nákladů vlastního kapitálu dle modifikovaného modelu CAPM činí 14,00 %, což je podstatně více než při výpočtu nákladů vlastního kapitálu pomocí stavebnicové metody dle metodiky MPO ČR (8,93 %).

11 Výsledné ocenění

Výsledné ocenění akciové společnosti ŽĎAS bude získáno pomocí metody DCF ve variantě entity a metody EVA opět ve variantě entity. Výpočet bude proveden pomocí dvoufázové metody, která je popsána v teoretické části.

11.1 Výsledné ocenění společnosti ŽĎAS metodou DCF entity

Tato metoda patří mezi metody výnosové a hodnota podniku je dána současnou hodnotou budoucích peněžních toků, které plynou od data ocenění do nekonečna (předpoklad going concern).

První krok představuje výpočet volných peněžních toků do firmy (FCFF), které určují, kolik peněžních prostředků je možné z podniku odčerpat, aniž by to mělo dopad na jeho bezproblémový chod. Východiskem stanovení volného peněžního toku do firmy v roce t ($FCFF_t$) je korigovaný provozní výsledek hospodaření (KPVH). Odečtením daně, kterou jsem získal součinem KPVH a platné daňové sazby získáme KPVH po dani, který po zvýšení o odpisy a snížení o investice do provozně nutného dlouhodobého majetku a o investice do provozně nutného pracovního kapitálu, vytvoří výslednou hodnotu položky $FCFF_t$.

Tabulka 79: Volné cash flow pro první fázi

Volné cash flow pro 1. fázi (tis. Kč)	2014	2015	2016	2017	2018
KPVH	138 845	149 090	155 754	159 870	164 107
Upravená daň	26 381	28 327	29 593	30 375	31 180
Korigovaná provozní VH po dani	112 464	120 763	126 161	129 495	132 926
Odpisy	188 700	206 661	226 425	248 207	272 252
Úpravy o nepeněžní operace (změna rezerv)	0	0	0	0	0
Investice do provozně nutného DM	-231 870	-249 832	-269 596	-291 378	-315 423
Investice do provozně nutného pracovního kapitálu	-31 499	-81 953	-76 785	-75 246	-82 169
FCFF_t (Free Cash Flow to Firm)	37 795	-4 360	6 206	11 079	7 587

(Zdroj: Vlastní zpracování)

V následujícím kroku je nutné vypočtené hodnoty FCFF diskontovat na současnou hodnotu. Metoda DCF vychází z peněžních toků do firmy, tj. z peněžních toků pro

vlastníky a věřitele, a z tohoto důvodu je třeba diskontní míru stanovit na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC).³⁵

Součtem diskontovaných FCFF (k 1. 1. 2014) dostaneme současnou hodnotu první fáze (délka je shodná s obdobím, na které je sestaven finanční plán, tedy roky 2014 - 2018), která u společnosti ŽĎAS dosahuje hodnoty 47 205 tis. Kč.

Tabulka 80: Diskontované FCFF pro první fázi

Diskontování volné cash flow pro 1. fázi (tis. Kč)	2014	2015	2016	2017	2018
FCFF (Free Cash Flow to Firm)	37 795	-4 360	6 206	11 079	7 587
Odúročitel pro diskontní míru (WACC) 10,58 %	0,904364	0,817873	0,739655	0,668917	0,604944
Diskontované FCFF k 1. 1. 2014	34 181	-3 566	4 590	7 411	4 589

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Pokračující hodnotu (PH) neboli hodnotu druhé fáze lze stanovit pomocí Gordonova vzorce nebo Parametrického vzorce, které jsou popsány v teoretické části. Pro stanovení PH pomocí Gordonova vzorce je nutné znát hodnotu FCFF pro rok následující po skončení první fáze (v mém případě se jedná o rok 2019), který vypočítáme jako $FCFF_{2018} \times (1 + g)$, kde g je tempo růstu tržeb pro druhou fázi. Při použití Parametrického vzorce je nutné navíc vypočítat hodnotu investovaného kapitálu pro rok 2018 a pro rok 2019. Hodnotu investovaného kapitálu pro rok 2019 lze získat obdobně jako u FCFF pro rok 2019, tzn. investovaný kapitál celkem $_{2018} \times (1 + g)$, kde g je opět tempo růstu tržeb pro druhou fázi.

Pro výpočet pokračující hodnoty (druhá fáze, od roku 2019 dále) je dále nutné stanovit vstupní veličiny: tempo růstu tržeb, míru investic netto (do dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu) a rentabilitu investic netto. Tempo růstu tržeb (g) je stanoveno jako průměrné tempo růstu HDP od roku 2000 včetně prognózovaných hodnot až po rok 2018 a činí 2,58 % (z důvodu dlouhé časové řady lze toto tempo považovat za dlouhodobě udržitelnou míru růstu HDP). Toto tempo růstu je větší než úroveň dlouhodobé očekávané inflace (podnik se nebude zmenšovat a navíc je zachován

³⁵ WACC mají požadavek tržní hodnoty vlastního kapitálu a opět tak narážíme na problém, protože vlastní kapitál v tržním vyjádření je výsledkem celého ocenění a stanovení této hodnoty je až posledním krokem procesu ocenění.

předpoklad nekonečného trvání podniku). Míra investic netto do dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu dosahuje hodnoty 58,89 % a je vypočítaná jako: (investovaný kapitál celkem (rok 2019) – investovaný kapitál celkem (rok 2018)) / KPVH po upravené dani (rok 2019). Rentabilita investic dosahuje hodnoty 4,39 % a je vypočítaná jako podíl tempa růstu tržeb (pro druhou fázi) a mírou investic netto do DM a PK.

Tabulka 81: Výpočet pokračující hodnoty pro metodu DCF entity

Pokračující hodnota (PH)	
Tempo růstu tržeb	2,58 %
Míra investic netto do DM a PK	58,89 %
Rentabilita investic netto	4,39 %
FCFF 2019	56 054 tis. Kč
Parametrický vzorec	701 516 tis. Kč
Gordonův vzorec	701 516 tis. Kč

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Tabulka 82: Výpočet FCFF pro rok 2019

Investovaný kapitál provozně nutný k 31. 12. (tis. Kč)	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Provozně nutný dlouhodobý majetek	1 669 152	1 712 323	1 755 493	1 798 664	1 841 834	-
Upravený pracovní kapitál	949 159	1 031 112	1 107 896	1 183 142	1 265 312	-
Investovaný kapitál celkem	2 618 311	2 743 434	2 863 389	2 981 806	3 107 146	3 187 454
Korigovaný provozní VH	138 845	149 090	155 754	159 870	164 107	-
Korigovaný provozní VH po upravené dani	112 464	120 763	126 161	129 495	132 926	136 362

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Při správné aplikaci zmíněných vzorců by měly oba poskytnout stejný výsledek, což je v mém případě splněno. Diskontováním výsledné hodnoty vypočtené pomocí Gordonova nebo Parametrického vzorce získáme hodnotu druhé fáze ocenění, která je u akciové společnosti ŽĎAS rovna 424 378 tis. Kč.

Následující tabulka již zobrazuje výsledné ocenění společnosti ŽĎAS. Provozní brutto hodnota podniku je tvořena součtem současné hodnoty první a druhé fáze ocenění.³⁶

³⁶ Současná hodnota druhé fáze je současnou hodnotou pokračující hodnoty odúročenou pomocí $(1 + WACC)^T$, kde T je počet let první fáze.

Provozní netto hodnota podniku je získána odečtením částky úročeného cizího kapitálu k datu ocenění. Po následném přičtení hodnoty neprovozního majetku k datu ocenění získáme výslednou hodnotu vlastního kapitálu akciové společnosti ŽĎAS k datu ocenění (1. 1. 2014), která činí 478 973 tis. Kč.

Tabulka 83: Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu k datu ocenění

Výnosové ocenění k 1. 1. 2014	tis. Kč
Současná hodnota 1. fáze	47 205
Současná hodnota 2. fáze	424 378
Provozní hodnota brutto	471 583
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	195 263
Provozní hodnota netto	276 320
Neprovozní majetek k datu ocenění	202 653
Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle DCF	478 973

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Následující kapitola se věnuje výslednému ocenění společnosti ŽĎAS pomocí metody EVA ve variantě entity, která by opět při správné aplikaci měla poskytnout stejný výsledek (stejnou hodnotu vlastního kapitálu akciové společnosti ŽĎAS k datu ocenění a může tedy spolužit jako kontrola (zpětná vazba výpočtu ocenění metodou DCF entity).

11.2 Výsledné ocenění společnosti ŽĎAS metodou EVA entity

Tato metoda je založena na logice, že hodnota firmy se skládá ze dvou základních částí, a sice z části, která odráží velikost investovaného kapitálu akcionářů a věřitelů v účetním vyjádření a současné hodnoty budoucích ekonomických přidaných hodnot.

Tabulka 84: Výpočet diskontované EVA pro 1. fázi

(tis. Kč)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
NOPAT _t	65 187	112 464	120 763	126 161	129 495	132 926	136 362
NOA (ke konci období)	2 543 642	2 618 311	2 743 434	2 863 389	2 981 806	3 107 146	3 187 454
WACC * NOA _{t-1}	-	268 990	276 887	290 118	302 804	315 326	328 581
EVA	-	-156 526	-156 123	-163 958	-173 309	-182 400	-192 219
Odúročitel pro diskontní míru (WACC)	-	0,904364	0,817873	0,739655	0,668917	0,604944	-
EVA diskontovaná	-	-141 556	-127 689	-121 272	-115 929	-110 342	-

(Zdroj: Vlastní zpracování)

První položka předcházející tabulky NOPAT - zisk z operační činnosti podniku (zisk z hlavního provozu podniku) je totožná s hodnotou KPVH po upravené dani v metodě DCF entity. Druhá položka NOA - čistá operační aktiva je shodná s položkou investovaný kapitál celkem v metodě DCF entity. Dodržení uvedených rovností patří mezi podmínky, které zaručují (při správné aplikaci) shodné výsledky uvedených metod. Položka EVA v uvedené tabulce je vypočítaná pomocí vzorce: $EVA = NOPAT_t - WACC * NOA_{t-1}$, jejímž diskontováním získáme čistou současnou hodnotu a následným součtem těchto hodnot (za jednotlivé roky) určíme současnou hodnotu první fáze ocenění pomocí metody EVA ve variantě entity, která dosahuje hodnoty -616 788 tis. Kč.

Pro výpočet pokračující hodnoty (PH) postupujeme obdobným způsobem jako u výpočtu PH u metody DCF entity. Prvním krokem je určení NOPAT₂₀₁₉, který vypočítáme jako $(1 + g) \times NOPAT_{2018}$. Totožným způsobem určíme hodnotu NOA₂₀₁₉. Rozdílem hodnoty NOPAT₂₀₁₉ a hodnoty WACC \times NOA₂₀₁₈ získáme hodnotu položky EVA₂₀₁₉. Ostatní vstupní parametry PH zobrazuje následující tabulka.

Tabulka 85: Výpočet pokračující hodnoty pro metodu EVA entity

Pokračující hodnota	
Tempo růstu tržeb	2,58 %
Míra investic netto	58,89 %
Pokračující hodnota	-2 405 629 tis. Kč

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Pokračující hodnota zobrazená v předcházející tabulce je vypočtena jako: $EVA_{2019} / (WACC - \text{Tempo růstu tržeb } (g))$. Diskontováním této hodnoty získáme čistou současnou hodnotu pro druhou fázi ocenění, která se v mém případě rovná částce -1 455 271 tis. Kč.

Následující tabulka již zobrazuje výsledné ocenění metody EVA ve variantě entity, kdy MVA - tržní přidaná hodnota (současná hodnota budoucích EVA) je získána jako součet současné hodnoty první a druhé fáze ocenění.³⁷ Součtem MVA a NOA k datu ocenění (1. 1. 2014) získáme brutto provozní hodnotu, jejímž snížením o úročený cizí kapitál k datu ocenění dostaneme provozní hodnotu netto. Na závěr ještě přičteme neprovozní majetek opět hodnotu k datu ocenění, čímž již dostaneme výslednou hodnotu vlastního kapitálu. Tato hodnota dosahuje částky 478 973 tis. Kč a je shodná s hodnotou vlastního kapitálu dle metody DCF, což potvrzuje správnost postupu a konečného výsledku.

Tabulka 86: Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu k datu ocenění

Výnosové ocenění k 1. 1. 2014	tis. Kč
Současná hodnota 1. fáze	-616 788
Současná hodnota 2. fáze	-1 455 271
MVA	-2 072 059
NOA k datu ocenění	2 543 642
Provozní hodnota brutto	471 583
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	195 263
Provozní hodnota netto	276 320
Neprovozní majetek k datu ocenění	202 653
Výsledná hodnota VK podle EVA	478 973

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Z důvodu evidence úročeného cizího kapitálu (k datu ocenění) ve zdrojích oceňovaného podniku je nutné na závěr vypočítat ještě WACC, které ve zvolených metodách představují diskontní míru. Pro průměrné vážené náklady kapitálu (WACC) je nutné stanovit, jaký je poměr hodnoty vlastního kapitálu (výsledek ocenění) k hodnotě celkového kapitálu. Tento poměr pak ovlivňuje diskontní míru a rovněž poměr cizího

³⁷ Současná hodnota druhé fáze je současnou hodnotou pokračující hodnoty odúročenou pomocí $(1 + WACC)^T$, kde T je počet let první fáze.

a vlastního kapitálu u oceňovaného podniku ve výpočtu zadlužené bety v rámci modelu CAPM. Výpočtem je nutné sladit hodnotu vlastního kapitálu, která je výsledkem ocenění a hodnotu poměru cizího a vlastního kapitálu, který ovlivňuje výpočet zadlužené bety.

11.3 Stanovené výsledné hodnoty vlastního kapitálu

Tento výpočet je nazýván jako iterativní výpočet kapitálové struktury, jehož cílem je dosažení stejné hodnoty vlastního kapitálu, ze které jsou počítány průměrné vážené náklady kapitálu a hodnoty vlastního kapitálu, která je výsledkem ocenění.

Postup výpočtu lze shrnout do následujícího algoritmu (KARAS, 2015):

- 1) Nastavíme hodnotu vlastního kapitálu ve vzorci pro výpočet WACC na náhodné číslo, což povede k vyčíslení náhodné hodnoty WACC, kterou je možno užít k diskontování.
- 2) Provedeme výpočet hodnoty vlastního kapitálu pomocí metody DCF entity.
- 3) Porovnáme tyto hodnoty, při prvním pokusu by se měly značně lišit, resp. jejich rozdíl by měl být významný.
- 4) Upravujeme náhodnou hodnotu VK ve vzorci pro WACC tak dlouho, dokud se nebude rovnat výsledku výsledného ocenění pomocí metody DCF entity, resp. dokud rozdíl nebude zanedbatelný.

Zvýšení hodnoty vlastního kapitálu ve vzorci WACC by mělo vést ke zvýšení diskontní míry a snížit vyčíslenou hodnotu vlastního kapitálu pomocí metody DCF entity (náklady vlastního kapitálu jsou vyšší než náklady cizího kapitálu a jeho rostoucí váha zvyšuje WACC). Tímto postupem lze docílit toho, že hodnota vlastního kapitálu vyčíslená na konci metody DCF entity bude stejná jako hodnota vlastního kapitálu pro WACC - a vlastní kapitál bude správně oceněn.

Uvedený výpočet byl realizován pomocí excelovského nástroje „Hledání řešení“ (viz karta Data \ Datové nástroje \ Analýza hypotéz \ Hledání řešení).

Vlastní kapitál v tržním ocenění, cizí kapitál v tržním ocenění, váhy jednotlivých položek kapitálu a jejich náklady zobrazuje následující tabulka.

Tabulka 87: Výsledek iterativního výpočtu kapitálové struktury

a) Váhy položek kapitálu	tis. Kč	Podíl	
Vlastní kapitál	478 973	71,04%	
Bankovní úvěry dlouhodobé	65 263	9,68%	
Bankovní úvěry krátkodobé	130 000	19,28%	
Cizí kapitál celkem	195 263	28,96%	
Celkový zpoplatněný kapitál	674 236	100,00%	
b) Průměrné vážené náklady kapitálu	Váha	Náklad	Součin
Vlastní kapitál	71,04%	14,00%	9,95%
Cizí kapitál po dani	28,96%	2,17%	0,63%
Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC)	10,58%		

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Předcházející tabulka je poslední krok ocenění, která udává výslednou hodnotu vlastního kapitálu a konečnou hodnotu WACC.

Výsledná hodnota vlastního kapitálu vypočtená pomocí metody DCF entity a metody EVA taktéž ve variantě entity činí 478 973 tis. Kč.

Stanovení objektivizované hodnoty společnosti ŽĎAS, a. s. k datu 1. 1. 2014 je pouze můj osobní odhad, založený na datech: exaktních (veřejně dostupných), typizovaných a realistických. Hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu při využití realistických očekávání v rámci tržních možností a rizik. Používání pouze veřejně dostupných dat by mělo zajistit, aby více odhadců (znalců) dospělo ke stejnému či podobnému výsledku ocenění.

Jak již bylo řečeno, výsledné ocenění je pouze odhad a na dnešních turbulentních trzích a v globálním prostředí, ve kterém se společnost ŽĎAS pohybuje, může velice rychle dojít ke změně předpokladů a následně budoucích prognóz, ze kterých jsem v diplomové práci při stanovení objektivizované hodnoty vycházel a výrazně změnit nebo ovlivnit výslednou hodnotu určenou k jinému datu než k 1. 1. 2014.

ZÁVĚR

Diplomová práce se zabývala oceněním akciové společnosti ŽĎAS k datu 1. 1. 2014 výnosovými metodami ocenění (metoda DCF ve variantě entity a metoda EVA taktéž ve variantě entity), za účelem zjistit objektivizovanou hodnotu společnosti, která by mohla posloužit vlastníkům a managementu společnosti ŽĎAS.

Ocenění jsem prováděl s vědomím managementu, ale bez interních informací (investiční, odpisový a finanční plán), aby nedošlo ke zkreslení výsledné hodnoty podniku.

V rámci ocenění byla provedena strategická analýza ve členění obecné okolí, oborové okolí a interní faktory. V rámci interních faktorů byl využit rámec „7 S faktorů“ konzultační firmy Mc Kinsey, analýza oborového okolí byla provedena pomocí Porterova modelu pěti konkurenčních sil a k analýze obecného okolí jsem využil model PEST. Závěrem lze říci, že v případě akciové společnosti ŽĎAS se atraktivita analyzovaného trhu pohybuje na horní hranici průměru. Společnost v sumárním hodnocení dosáhla na 56 bodů z 96 možných.

Finanční analýza společnosti dokázala, že podnik svůj majetek využívá a s vloženými prostředky hospodaří relativně dobře. V rámci této analýzy není možné, aby podnik dosahoval vynikajících výsledků a své konkurenty předčil ve všech směrech, což se potvrdilo i u společnosti ŽĎAS (hodnoty poměrových ukazatelů společnosti ŽĎAS, a. s. byly porovnány s mediánovými hodnotami konkurujících společností, konkrétně s 85 podniky působících v rámci zpracovatelského průmyslu ČR). Největší pozitiva lze identifikovat v rámci krátkodobé a dlouhodobé finanční stability podniku a naopak jako největší negativum hodnotím výsledky rentabilit, které jsou na velmi nízkých úrovních. Společnost dosáhla ve všech sledovaných obdobích kladného výsledku hospodaření, díky čemuž nemá výraznější problém financovat velké investice do nejmodernějších výrobních technologií, s jejichž pomocí drží krok s konkurencí. Závěrem lze říci, že v rámci finanční analýzy nebyla shledána příčina, která by znemožňovala existenci podniku v budoucnosti, což znamená, že akciová společnost ŽĎAS splňuje princip going concern.

Zmíněné analýzy byly podkladem pro sestavení finančního plánu společnosti pro prognózované období, na základě kterého proběhlo ocenění podniku. Finanční plán byl sestaven metodou procentního podílu na tržbách a před výsledným oceněním byl podroben finanční analýze pro potvrzení předpokladu nekonečného trvání podniku a reálnosti finančního plánu.

Ocenění proběhlo pomocí výnosových metod DCF a EVA ve variantě entity, kde se stanovuje hodnota podniku na základě peněžních toků pro vlastníky a věřitele. Ke zdárnému určení výsledné hodnoty společnosti ŽĎAS pomocí uvedených metod jsem musel vypočítat diskontní míru, která je pro mnou zvolené metody stanovena na úrovni (WACC) průměrných vážených nákladů na kapitálu (10,58 %).

V předběžném ocenění na základě generátorů hodnot jsem dospěl ke značně odlišnému výsledku, než v případě ocenění výsledného. Předběžné ocenění ukázalo na hodnotu 961 608 tis. Kč a ocenění výsledné na hodnotu 478 973 tis. Kč. Tento rozdíl byl způsoben převážně rozdílnou metodou stanovení nákladů na vlastní kapitál a tempem růstu tržeb. Náklady na vlastní kapitál byly pro předběžné ocenění získány pomocí stovebnicové metody dle metodiky MPO ČR (8,93 %) a pro ocenění výsledné byly vypočteny dle Damodaranova modifikovaného modelu CAPM (14,00 %). Tempo růstu tržeb bylo pro předběžné ocenění stanoveno na úrovni 4,21 % a vycházelo z průměrného tempa růstu tržeb pro první fázi ocenění (2014 – 2018). Pro výsledné ocenění bylo tempo růstu tržeb stanoveno na úrovni 2,58 % a vycházelo z maximálně dlouhodobě udržitelné míry růstu HDP.

Hlavní cíl diplomové práce (stanovit hodnotu společnosti ŽĎAS k datu 1. 1. 2014) a všechny předcházející dílčí cíle vytyčené v úvodu práce se podařilo beze zbytku naplnit.

Seznam použité literatury

ArcellorMittal Ostrava. *Systémová certifikace* [online]. [cit. 2015-02-25]. Dostupné z: <http://ostrava.arcelormittal.com/produkty-a-sluzby/systemova-certifikace-spolecnosti.aspx>

ArcellorMittal Ostrava. *Vrcholové vedení společnosti* [online]. [cit. 2015-02-20]. Dostupné z: <http://ostrava.arcelormittal.com/o-spolecnosti/vyrocní-zpravy.aspx>

BOBEK, Michal., 2011. *Ocenění TRINECKÝCH ŽELEZÁREN, a. s.* Praha, Diplomová práce. Vysoká škola ekonomická v Praze, Fakulta podnikohospodářská.

BONDSONLINE, *Corporate Bond Spreads* [online]. [cit. 2015-03-10]. Dostupné z: http://www.bondsonline.com/Todays_Market/Corporate_Bond_Spreads.php

COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack., 1991. *Stanovení hodnoty firem*. První vydání. Praha: Victoria Publishing a.s., ISBN 80-85605-41-4.

ČNB. *Informace ČNB k oceňování účastnických cenných papírů pro účely povinných nabídek převzetí, veřejných návrhů smlouvy a vytěsnění (OCE)* [online]. [cit. 2014-10-30]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislativni_zakladna/emise_evidence_cp_nabidky_prevzeti_vytesneni/download/metodika_oce_20100816.pdf

ČNB, *Prohlášení bankovní rady na tiskové konferenci po skončení měnového zasedání* [online]. [cit. 2015-03-16]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/br_zapisky_z_jednani/2015/150205_prohlaseni.html

ČNB, *Srovnávací tabulka ratingového ohodnocení vybraných zemí* [online]. [cit. 2015-03-10]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/mezinarodni_vztahy/rating/

ČSÚ, *Česká republika od roku 1989 v číslech* [online]. [cit. 2015-03-16]. Dostupné z: <http://www.czso.cz/csu/2014edicniplan.nsf/p/320181-14#01>

ČSÚ, *Databáze Eurostatu* [online]. [cit. 2015-03-16]. Dostupné z: <http://apl.czso.cz/pll/eutab/html.h>

ČSÚ, *Statistiky - Makroekonomické údaje* [online]. [cit. 2015-03-11]. Dostupné z: <http://www.czso.cz/>

ČSÚ, *Tržby průmyslu* [online]. [cit. 2015-02-19]. Dostupné z: <http://www.czso.cz/csu/2014edicniplan.nsf/p/150141-14>

ČSÚ, *Výzkum a vývoj* [online]. [cit. 2015-03-16]. Dostupné z: http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/statistika_vyzkumu_a_vyvoje

ČT, *Stabilní nestabilita - nestabilní stabilita*, [online]. [cit. 2015-03-10]. Dostupné z: <http://www.ceskatelevize.cz/ct24/blogy/203646-stabilni-nestabilita-nestabilni-stabilita/>

DAMODARAN, [online]. [cit. 2015-03-10]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

DLUHOŠOVÁ, Dana., 2008. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 2. upravené vydání. Praha: Ekopress, s.r.o., ISBN 978-80-86929-44-6.

GRASSEOVÁ, Monika a kolektiv., 2010. *Analýza podniku v rukou manažera*. 1. vydání. Brno: Computer Press, a.s., ISBN 978-80-251-2621-9.

HRDÝ, Milan., 2005. *Oceňování finančních institucí*. První vydání. Praha: Grada Publishing, a.s., ISBN 80-247-0938-4.

HRDÝ, Milan; HOROVÁ, Michaela., 2009. *Finance podniku*. První vydání. Praha: Wolters Kluwer ČR, a.s., ISBN 978-7357-492-5.

IDW Standard: *Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen*. IDW S 1, 2008 [online]. [cit. 2014-12-3]. Dostupné z: http://www.prof-skopp.de/uploads/File/S_1_idF2008.pdf

JUSTICE. *Stanovy společnosti ŽĎAS* [online]. [cit. 2015-02-10]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=176117>

JUSTICE. *Výroční zpráva 2005-2013 ŽĐAS* [online]. [cit. 2014-12-29]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/content/download?id=3bf35ad175c1470b96ef68ec19392ca9>

KARAS, Michal, 2015. *Rating a oceňování podniku*. Cvičení z předmětu. Brno: VUT, Fakulta podnikatelská.

KISLINGEROVÁ, Eva., 2005. *Finanční analýza: krok za krokem*. První vydání. Praha: C. H. Beck, ISBN 80-7179-321-3.

KISLINGEROVÁ, Eva a kolektiv., 2010. *Manažerské finance*. 3. vydání. Praha: C. H. Beck, ISBN 978-80-7400-194-9.

KISLINGEROVÁ, Eva., 2001. *Oceňování podniku*. 2. přepracované a doplněné vydání. Praha: C. H. Beck, ISBN 80-7179-529-1.

KNÁPKOVÁ, Adriana; PAVELKOVÁ Drahomíra., 2010. *Finanční analýza: Komplexní průvodce s příklady*. První vydání. Praha: Grada Publishing, a.s., ISBN 978-80-247-3349-4.

KNÁPKOVÁ, Adriana; PAVELKOVÁ Drahomíra., 2012. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 3. vydání. Praha: Linde, a.s., ISBN 978-80-7201-872-7.

KORÁB, Vojtěch; PETERKA, Jiří; REŽŇÁKOVÁ, Mária., 2007. *Podnikatelský plán*. První vydání. Brno: Computer Press, a.s., ISBN 978-80-251-1605-0.

KRABEC, Tomáš., 2009. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. První vydání. Praha: Grada Publishing, a.s., ISBN 978-247-2865-0.

MAŘÍKOVÁ, Pavla; MAŘÍK, Miloš., 2008. *Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku*. První dotisk 1. vydání. Praha: Oeconomica, ISBN 978-80-245-1242-6.

MAŘÍKOVÁ, Pavla; MAŘÍK, Miloš., 2001. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 1. vydání. Praha: Ekopress, s.r.o., ISBN 80-86119-36-X.

MAŘÍK, Miloš a kolektiv., 2011. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění - základní metody a postupy*. 3. upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, s.r.o., ISBN 978-80-86929-67-5.

MAŘÍK, Miloš., 1998. *Určování hodnoty firem*. 1. vydání. Praha: Ekopress, s.r.o., ISBN 80-86119-09-2.

MFČR, *Makroekonomická predikce – leden 2015* [online]. [cit. 2015-03-15]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/prognozy/makroekonomicka-predikce/2015/makroekonomicka-predikce-leden-2015-20401>

MLČOCH, Jan., 1998. *Oceňování podniku: Ekonomické aspekty*. První vydání. Praha: Linde, a.s., ISBN 80-7201-145-6.

MPO ČESKÉ REPUBLIKY. *Finanční analýza podnikové sféry se zaměřením na konkurenceschopnost sledovaných odvětví za rok 2013* [online]. [cit. 2014-11-05]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument150081.html>

MPO ČESKÉ REPUBLIKY. *Panorama zpracovatelského průmyslu ČR 2013* [online]. [cit. 2015-01-05]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument154179.html>

MUSIL, Vladimír., 2013. *Ocenění podniku výnosovými metodami*. Brno, Diplomová práce. Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská.

POKORNÝ, Jiří., 2004. *Úspěšnost zaručena: Jak efektivně zpracovat a obhájit diplomovou práci*. První vydání. Brno: Akademické nakladatelství CERM, s.r.o., ISBN 80-7204-348-X

PORTER E., Michael., 1998. *COMPETITIVE STRATEGY: techniques for analyzing industries and competitors*. New York: The Free Press, ISBN 0-684-84148-7.

RAIS, Karel; DOSKOČIL Radek., 2007. *Risk management: studijní text pro kombinovanou formu studia*. Brno: Akademické nakladatelství CERM, s.r.o., ISBN 978-80-214-3510-0.

REŽŇÁKOVÁ, Mária., 2005. *Finanční management: studijní text pro kombinovanou formu studia, 2. díl*. Brno: Akademické nakladatelství CERM, s.r.o., ISBN 80-214-3036-2.

RŮČKOVÁ, Petra., 2011. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 4. rozšířené vydání. Praha: Grada Publishing, a.s., ISBN 978-80-247-3916-8.

SCHOLLEOVÁ, Hana., 2008. *Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy*. 1. vydání. Praha: Grada Publishing, a.s., ISBN 978-80-247-2424-9.

TRANSPARENCI INTERNATIONAL, *Index vnímání korupce 2014* [online]. [cit. 2014-03-10]. Dostupné z: <http://www.transparency.cz/index-vnimani-korupce-2014-2/>

TŘINECKÉ ŽELEZÁRNY. *Vedení společnosti Třinecké železářny* [online]. [cit. 2015-02-20]. Dostupné z: http://www.trz.cz/web/trzocel.nsf/link/financni_informace_cz

TŘINECKÉ ŽELEZÁRNY. *System kvality a EMS* [online]. [cit. 2015-02-25]. Dostupné z: http://www.trz.cz/web/trzocel.nsf/link/system_kvalita_ems_cz

U. S. DEPARTMENT OF THE TREASURY, *Resource Center* [online]. [cit. 2015-03-10]. Dostupné z: <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2015>

Zákon č. 1/1993 Sb., Ústava České republiky ze dne 16. prosince 1992.

Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník ze dne 3. února 2012.

Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích) ze dne 25. ledna 2012.

Zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku a o změně některých zákonů (zákon o oceňování majetku) ze dne 17. června 1997.

Zákon č. 235/2004 Sb., o dani z přidané hodnoty ze dne 1. dubna 2004.

Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník ze dne 5. listopadu 1991.

Zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví ze dne 12. prosince 1991.

- ŽĎAS. *Historie* [online]. [cit. 2014-12-30].
Dostupné z: <http://www.zdas.cz/cs/content.aspx?catid=47>
- ŽĎAS. *Kontakty* [online]. [cit. 2014-12-29]. Dostupné z:
<http://www.zdas.cz/cs/content.aspx?catid=48>
- ŽĎAS. *Titulní strana* [online]. [cit. 2014-12-28].
Dostupné z: <http://www.zdas.cz/cs/index.aspx>
- ŽĎAS. *ŽP Group* [online]. [cit. 2014-12-28]. Dostupné z:
<http://www.zdas.cz/cs/content.aspx?catid=44>
- ŽĎAS. *ŽĎAS a region* [online]. [cit. 2015-03-16]. Dostupné z:
<http://www.zdas.cz/cs/content.aspx?catid=45>

Seznam použitých zkratk a symbolů

A	Aktiva
BOZ	Bezpečnost a ochrana zdraví
CAPM	Model oceňování kapitálových aktiv
ČNB	Česká národní banka
ČPK	Čistý pracovní kapitál
ČR	Česká republika
ČSÚ	Český statistický úřad
ČT	Česká televize
DCF	Diskontovaný peněžní tok
DHM	Dlouhodobý hmotný majetek
DNM	Dlouhodobý nehmotný majetek
EBIT	Provozní výsledek hospodaření
EAT	Výsledek hospodaření po dani
EU	Evropská Unie
EVA	Ekonomická přidaná hodnota
FCF	Volný peněžní tok
FCFF	Volný peněžní tok do firmy
HDP	Hrubý domácí produkt
KPVH	Korigovaný provozní výsledek hospodaření
MFČR	Ministerstvo financí České republiky
MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu
MVA	Tržní přidaná hodnota
NOA	Čistá operační aktiva
NOPAT	Zisk z operační činnosti podniku

PH	Pokračující hodnota
ROA	Rentabilita celkových aktiv
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu
T	Tržby (za prodej vlastních výrobků a služeb + za prodej zboží)
UM	Úroková míra
UZ	Úplatné zdroje
VaV	Věda a výzkum
VH	Výsledek hospodaření
VK	Vlastní kapitál
WACC	Průměrné vážené náklady kapitálu
ZK	Základní kapitál
ŽP	Železiarne podbrezová

Seznam obrázků, tabulek a grafů

Obrázky

Obrázek 1: Analýza vývoje potenciálu podniku	23
Obrázek 2: Postavení podniku v rámci makroprostředí.....	23
Obrázek 3: Model pěti sil.....	25
Obrázek 4: Logo akciové společnosti ŽĎAS - Žďár nad Sázavou.....	49
Obrázek 5: Poloha akciové společnosti ŽĎAS - Žďár nad Sázavou	50
Obrázek 6: Organizační struktura akciové společnosti ŽĎAS - Žďár nad Sázavou	70

Tabulky

Tabulka 1: Přehled majetkových metod pro oceňování podniku	19
Tabulka 2: Přehled tržních metod pro oceňování podniku	20
Tabulka 3: Přehled výnosových metod pro oceňování podniku	20
Tabulka 4: Schéma výpočtu volného peněžního toku	43
Tabulka 5: Postup výpočtu korigovaného provozního výsledku hospodaření	44
Tabulka 6: Základní schéma výpočtu metody EVA.....	48
Tabulka 7: Vývoj státního dluhu ČR a jeho poměr k HDP	53
Tabulka 8: Vývoj a predikce hlavních makroekonomických indikátorů české ekonomiky	54
Tabulka 9: Vývoj a predikce HDP v ČR	56
Tabulka 10: Vývoj a predikce průměrné míry inflace v ČR.....	57
Tabulka 11: Vývoj a predikce úrokových sazeb v ČR	58
Tabulka 12: Vývoj a predikce směnných ročních kurzů	59
Tabulka 13: Výdaje na vědu a výzkum (VaV) v sektorech provádění podle zdrojů jejich financování, v mil. Kč (běžné ceny)	62
Tabulka 14: Vývoj a predikce HDP (roční ve stálých cenách) EU za roky 2007 - 2016	63
Tabulka 15: Vývoj inflace v EU za roky 2007 - 2014.....	63
Tabulka 16: Vývoj a predikce HDP (roční ve stálých cenách) Německa	64
Tabulka 17: Vývoj inflace v Německu za roky 2007 - 2014.....	64
Tabulka 18: Vývoj a predikce HDP (roční ve stálých cenách) Slovenska	64
Tabulka 19: Vývoj inflace na Slovensku za roky 2007 - 2014.....	64

Tabulka 20: Struktura podniků ve zpracovatelském průmyslu ČR dle počtu zaměstnanců.....	65
Tabulka 21: Struktura podniků ve zpracovatelském průmyslu ČR dle ovládající osoby	66
Tabulka 22: Představenstvo akciové společnosti ŽĎAS - Žďár nad Sázavou	69
Tabulka 23: Vrcholové vedení akciové společnosti ŽĎAS - Žďár nad Sázavou	69
Tabulka 24: Věková a kvalifikační struktura zaměstnanců akciové společnosti ŽĎAS	71
Tabulka 25: Shrnutí výsledků strategické analýzy (analýza atraktivity trhu)	73
Tabulka 26: Legenda k tabulce č. 25	74
Tabulka 27: Horizontální analýza aktiv společnosti ŽĎAS	76
Tabulka 28: Vertikální analýza aktiv společnosti ŽĎAS	77
Tabulka 29: Horizontální analýza pasiv společnosti ŽĎAS	78
Tabulka 30: Vertikální analýza pasiv společnosti ŽĎAS	78
Tabulka 31: Horizontální analýza VZZ společnosti ŽĎAS.....	79
Tabulka 32: Vertikální analýza VZZ společnosti ŽĎAS.....	80
Tabulka 33: Popisná statistika konkurujících podniků - TRŽBY.....	81
Tabulka 34: Popisná statistika konkurujících podniků - CELKOVÁ AKTIVA	81
Tabulka 35: Ukazatele rentability (výnosnosti).....	84
Tabulka 36: Ukazatele aktivity (doby obratu)	85
Tabulka 37: Ukazatele aktivity (doby obratu)	86
Tabulka 38: Hodnoty indexu IB pro společnost ŽĎAS.....	88
Tabulka 39: Rozdělení majetku akciové společnosti ŽĎAS	92
Tabulka 40: Tržby relevantního trhu a společnosti ŽĎAS v letech 2000 - 2013	95
Tabulka 41: Prognóza tržeb relevantního trhu ŽĎAS pomocí analýzy časových řad....	96
Tabulka 42: Vývoj a prognóza vybraných makroekonomických ukazatelů.....	97
Tabulka 43: Hodnoty Pearsonova korelačního koeficientu	98
Tabulka 44: Prognóza tržeb relevantního trhu ŽĎAS pomocí regresní analýzy	98
Tabulka 45: Vývoj tržního podílu a prognóza tržeb společnosti ŽĎAS.....	99
Tabulka 46: Výpočet ziskové marže shora (z historických dat)	100
Tabulka 47: Výpočet ziskové marže zdola (z historických dat)	101
Tabulka 48: Prognóza ziskové marže	102

Tabulka 49: Doba obratu jednotlivých složek ČPK a jejich prognóza (vztaženo k tržbám) + peněžní vyjádření	103
Tabulka 50: Výpočet hodnoty provozně nutných peněžních prostředků	104
Tabulka 51: Prognóza ČPK společnosti ŽŽAS	104
Tabulka 52: Investiční náročnost dlouhodobého nehmotného majetku (historická)....	106
Tabulka 53: Investiční náročnost dlouhodobého hmotného majetku (historická) - stavby	106
Tabulka 54: Investiční náročnost dlouhodobého hmotného majetku (historická) - samostatné movité věci	107
Tabulka 55: Odhad investic pro období 2014 - 2018	108
Tabulka 56: Plán majetku, investic a odpisů - dlouhodobý nehmotný majetek	109
Tabulka 57: Plán majetku, investic a odpisů - stavby.....	109
Tabulka 58: Plán majetku, investic a odpisů - samostatné movité věci	110
Tabulka 59: Tempo růstu KPVH po odpisech a dani za roky 2009 - 2013 a pro prognózované období.....	110
Tabulka 60: Obrat a rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu	111
Tabulka 61: Výpočet WACC pomocí stavebnicové metody MPO ČR.....	112
Tabulka 62: Předběžné ocenění na základě generátorů hodnoty společnosti ŽŽAS ...	113
Tabulka 63: Analýza citlivosti - vybrané vstupní faktory	113
Tabulka 64: Hlavní činnost - náklady a výnosy spojené s provozním majetkem (plán KPVH)	115
Tabulka 65: Odvození průměrné úrokové sazby společnost ŽŽAS.....	116
Tabulka 66: Plánované hodnoty nákladových úroků.....	117
Tabulka 67: Vedlejší činnost - VH z neprovozního majetku.....	117
Tabulka 68: Výsledek hospodaření za účetní období po dani	118
Tabulka 69: Plánovaný výkaz rozvaha - AKTIVA	119
Tabulka 70: Plánovaný výkaz rozvaha - PASIVA	120
Tabulka 71: Plánovaný výkaz peněžních toků - peněžní toky z provozu.....	121
Tabulka 72: Plánovaný výkaz peněžních toků - peněžní toky z investiční činnosti.....	122
Tabulka 73: Plánovaný výkaz peněžních toků - náklady na cizí kapitál	122
Tabulka 74: Plánovaný výkaz peněžních toků - peněžní toky z neprovozního majetku	123

Tabulka 75: Plánovaný výkaz peněžních toků - peněžní toky z finanční činnosti	123
Tabulka 76: Plánovaný výkaz peněžních toků - celkový peněžní tok.....	124
Tabulka 77: Poměrové ukazatele sestaveného finančního plánu.....	125
Tabulka 78: Výpočet nákladů na vlastní kapitál dle Damodaranovy modifikace modelu CAPM	127
Tabulka 79: Volné cash flow pro první fázi	129
Tabulka 80: Diskontované FCFF pro první fázi	130
Tabulka 81: Výpočet pokračující hodnoty pro metodu DCF entity	131
Tabulka 82: Výpočet FCFF pro rok 2019.....	131
Tabulka 83: Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu k datu ocenění	132
Tabulka 84: Výpočet diskontované EVA pro 1. fázi.....	133
Tabulka 85: Výpočet pokračující hodnoty pro metodu EVA entity	133
Tabulka 86: Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu k datu ocenění	134
Tabulka 87: Výsledek iterativního výpočtu kapitálové struktury.....	136

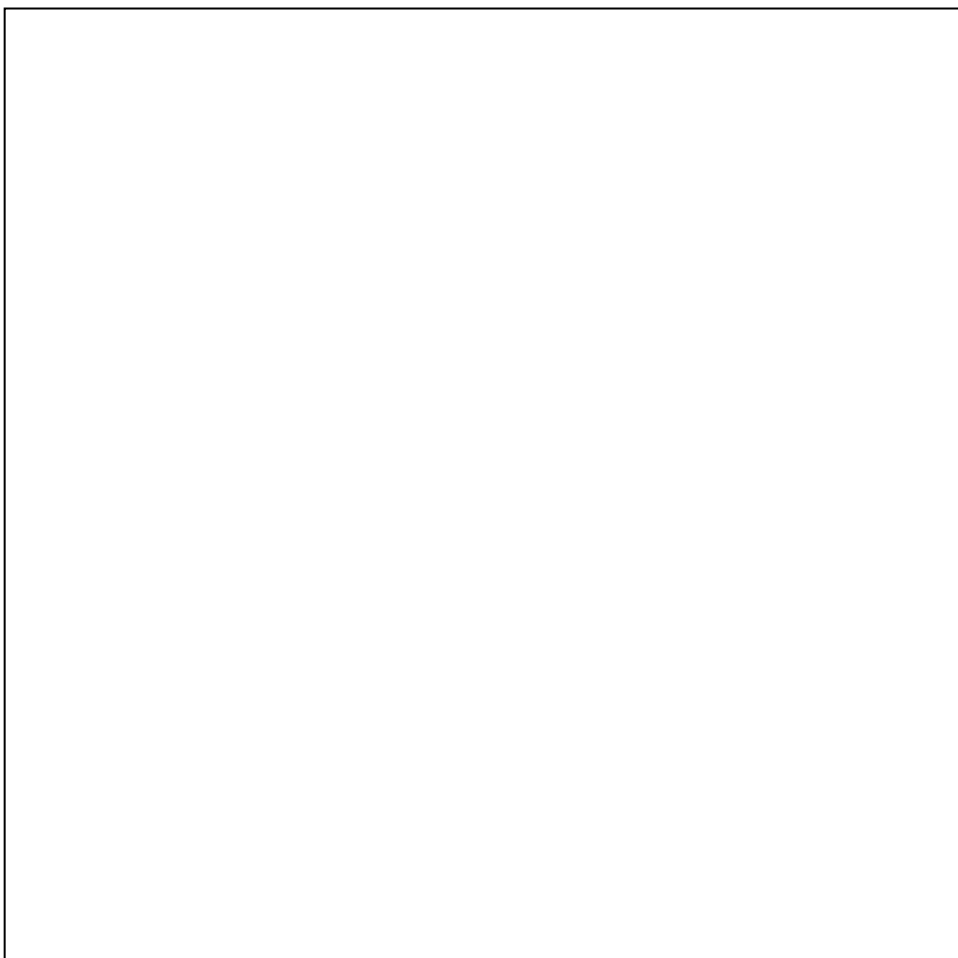
Grafy

Graf 1: Věková skladba obyvatel České republiky od roku 2008 - 2013.....	60
Graf 2: Vzdělání obyvatel České republiky starších 15 let od roku 2008 - 2013.....	61
Graf 3: Porovnání oceňovaného podniku s konkurujícími podniky - běžná likvidita....	82
Graf 4: Porovnání oceňovaného podniku s konkurujícími podniky - pohotová likvidita	83
Graf 5: Porovnání oceňovaného podniku s konkurujícími podniky - peněžní likvidita.	84
Graf 6: Porovnání oceňovaného podniku s konkurujícími podniky - celková zadluženost	87
Graf 7: Porovnání oceňovaného podniku s konkurujícími podniky - úrokové krytí.....	87

Přílohy

Příloha 1: CD – výpočty ocenění akciové společnosti ŽĎAS - MS Excel.....	I
Příloha 2: Výkazy akciové společnosti ŽĎAS	II
Příloha 3: Altmanův model.....	VI
Příloha 4: Model IN 05	VI
Příloha 5: Vývoj relevantního trhu akciové společnosti ŽĎAS – časové řady	VII
Příloha 6: Vývoj relevantního trhu akciové společnosti ŽĎAS – regresní analýza	VII
Příloha 7: Vývoj relevantního trhu akciové společnosti ŽĎAS – časové řady	VIII
Příloha 8: Vývoj relevantního trhu akciové společnosti ŽĎAS – regresní analýza	VIII
Příloha 9: Podniky ve skupině ŽP GROUP	IX
Příloha 10: Výrobní program společnosti ŽĎAS	IX
Příloha 11: Orientační plán akciové společnosti ŽĎAS	X
Příloha 12: Linka s postupovým automatem TP 2500 na výrobu autokol.....	XI
Příloha 13: Linka s hydraulickým lisem CYAA na výrobu výztuží automobilů.....	XI
Příloha 14: Nejvýznamnější zahraniční a tuzemští odběratelé společnosti ŽĎAS.....	XII

Příloha 1: CD – výpočty ocenění akciové společnosti ŽĎAS - MS Excel



Příloha 2: Výkazy akciové společnosti ŽĐAS

ROZVAHA v plném rozsahu k 31. 12. v tis. Kč		2009	2010	2011	2012	2013
	Aktiva celkem	3 475 730	3 496 751	3 440 823	3 443 923	3 270 321
A.	Pohledávky za upsaný základní kapitál	0	0	0	0	0
B.	Dlouhodobý majetek	1 790 820	1 804 146	1 789 943	1 850 926	1 828 635
B.I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	13 861	6 106	10 901	17 655	12 991
B.I.3.	Software	5 602	1 951	2 262	1 585	3 870
B.I.6.	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	8 259	3 277	7 380	12 043	5 099
B.I.7.	Nedokončený DNM	0	878	1 259	4 027	4 022
B.I.8.	Poskytnuté zálohy na DNM	0	0	0	0	0
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek	1 568 600	1 586 149	1 568 059	1 627 618	1 612 991
B.II.1.	Pozemky	113 720	113 712	114 202	112 815	112 816
B.II.2.	Stavby	505 144	485 388	498 810	501 615	495 978
B.II.3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	777 581	880 034	852 070	838 122	862 685
B.II.6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	721	721	721	721	713
B.II.7.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	114 949	106 294	99 206	174 345	137 309
B.II.8.	Poskytnuté zálohy na DHM	56 485	0	3 050	0	3 490
B.II.9.	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	0	0	0	0	0
B.III.	Dlouhodobý finanční majetek	208 359	211 891	210 983	205 653	202 653
B.III.1.	Podíly v ovládaných a řízených osobách	208 359	211 891	210 983	205 653	202 653
B.III.3.	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0
C.	Oběžná aktiva	1 678 647	1 687 277	1 645 270	1 587 839	1 435 674
C.I.	Zásoby	893 381	940 389	811 599	995 933	844 864
C.I.1.	Materiál	241 936	247 662	236 801	267 773	247 667
C.I.2.	Nedokončená výroba a polotovary	620 367	679 508	554 355	703 386	569 489
C.I.3.	Výrobky	7 747	3 851	8 092	5 301	2 478
C.I.4.	Zvířata	2	2	2	2	2
C.I.5.	Zboží	22 611	9 366	12 349	19 471	25 071
C.I.6.	Poskytnuté zálohy na zásoby	718	0	0	0	157
C.II.	Dlouhodobé pohledávky	7 159	6 506	5 921	5 526	5 039
C.II.5.	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	7 159	6 506	5 921	5 526	5 039
C.II.7.	Jiné pohledávky	0	0	0	0	0
C.III.	Krátkodobé pohledávky	696 534	637 081	686 941	517 832	553 726
C.III.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	616 306	578 525	639 991	500 191	508 371
C.III.6.	Stát - daňové pohledávky	27 901	29 074	2 279	10 133	6 215
C.III.7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	45 441	28 719	43 803	2 560	37 788
C.III.8.	Dohadné účty aktivní	1 121	763	765	3 574	1 210
C.III.9.	Jiné pohledávky	5 765	0	103	1 374	142
C.IV.	Krátkodobý finanční majetek	81 573	103 301	140 809	68 548	32 045
C.IV.1.	Peníze	5 661	2 098	2 159	3 034	2 369
C.IV.2.	Účty v bankách	75 912	101 203	131 050	65 514	29 676
C.IV.3.	Krátkodobé cenné papíry a podíly	0	0	7 600	0	0
D.I.	Časové rozlišení	6 263	5 328	5 610	5 158	6 012
D.I.1.	Náklady příštích období	6 019	5 149	5 424	5 058	6 008
D.I.3.	Příjmy příštích období	244	179	186	100	4

ROZVAHA v plném rozsahu k 31. 12. v tis. Kč		2009	2010	2011	2012	2013
	Pasiva celkem	3 475 730	3 496 751	3 440 823	3 443 923	3 270 321
A.	Vlastní kapitál	2 308 258	2 447 000	2 482 979	2 530 071	2 344 580
A.I.	Základní kapitál	1 395 303	1 395 303	1 395 303	1 395 303	1 395 303
A.I.1.	Základní kapitál	1 395 303	1 395 303	1 395 303	1 395 303	1 395 303
A.I.2.	Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly	0	0	0	0	0
A.II.	Kapitálové fondy	-116 986	-19 447	-29 430	3 669	1 339
A.II.2.	Ostatní kapitálové fondy	2 556	2 556	2 556	2 556	2 556
A.II.3.	Oceňovací rozdíly k přecenění majetků a závazků	-119 542	-22 003	-31 986	1 113	-1 217
A.III.	Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	206 833	208 450	212 644	216 823	220 599
A.III.1.	Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	203 425	207 507	211 139	216 102	220 538
A.III.2.	Statutární a ostatní fondy	3 408	943	1 505	721	61
A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let	741 464	790 054	805 196	825 554	655 111
A.IV.1.	Nerozdělený zisk minulých let	741 464	790 054	805 196	825 554	655 111
A.V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období	81 644	72 640	99 266	88 722	72 228
B.	Cizí zdroje	1 167 392	1 049 751	957 844	913 852	917 223
B.I.	Rezervy	209 834	155 463	162 304	153 891	124 383
B.I.3.	Rezerva na daň z příjmů	0	0	0	0	0
B.I.4.	Ostatní rezervy	209 834	155 463	162 304	153 891	124 383
B.II.	Dlouhodobé závazky	106 941	59 919	64 188	75 550	82 069
B.II.2.	Závazky ovládající a řídicí osoba	0	0	0	0	0
B.II.9.	Jiné závazky	93 826	636	0	0	0
B.II.10.	Odložený daňový závazek	13 115	59 283	64 188	75 550	82 069
B.III.	Krátkodobé závazky	700 617	564 369	541 878	497 043	515 508
B.III.1	Závazky z obchodních vztahů	229 668	271 269	318 770	313 179	281 716
B.III.2.	Závazky - ovládající a řídicí osoba	130 000	0	0	0	0
B.III.4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	0	0	0	0	0
B.III.5.	Závazky k zaměstnancům	38 393	42 060	42 004	42 486	42 490
B.III.6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	20 894	24 252	24 270	24 435	24 891
B.III.7.	Stát - daňové závazky a dotace	12 338	8 217	13 056	24 483	12 289
B.III.8.	Krátkodobé přijaté zálohy	170 814	157 311	68 340	67 294	139 365
B.III.10.	Dohadné účty pasivní	41 387	31 347	32 220	20 993	9 108
B.III.11.	Jiné závazky	57 123	29 913	43 218	4 173	5 649
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	150 000	270 000	189 474	187 368	195 263
B.IV.1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	50 000	0	147 369	65 263	23 158
B.IV.2.	Krátkodobé bankovní úvěry	100 000	270 000	42 105	122 105	172 105
C.I.	Časové rozlišení	80	0	0	0	8 518
C.I.1.	Výdaje příštích období	80	0	0	0	0
C.I.2.	Výnosy příštích období	0	0	0	0	8 518

VZZ v druhovém členění k 31. 12. v tis. Kč		2009	2010	2011	2012	2013
I.	Tržby za prodej zboží	106 463	212 448	138 243	332 468	220 209
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	90 223	191 279	130 215	302 281	204 466
+	Obchodní marže	16 240	21 169	8 028	30 187	15 743
II.	Výkony	2 479 274	2 651 456	2 962 400	2 989 342	2 753 235
II. 1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	2 804 508	2 590 454	3 050 581	2 708 335	2 790 796
II. 2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	-355 680	21 527	-122 545	173 840	-125 226
II. 3.	Aktivace	30 446	39 475	34 364	107 167	87 665
B.	Výkonová spotřeba	1 306 883	1 591 350	1 746 660	1 737 434	1 556 415
B. 1.	Spotřeba materiálu a energie	908 989	1 235 648	1 373 347	1 376 109	1 217 857
B. 2.	Služby	397 894	355 702	373 313	361 325	338 558
+	Přidaná hodnota	1 188 631	1 081 275	1 223 768	1 282 095	1 212 563
C.	Osobní náklady	818 996	855 613	930 693	949 962	956 755
C. 1.	Mzdové náklady	605 751	624 744	679 055	691 521	695 171
C. 2.	Odměny členům orgánů společnosti a družstva	5 661	5 716	5 993	6 071	6 124
C. 3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	194 023	210 186	227 618	231 358	233 039
C. 4.	Sociální náklady	13 561	14 967	18 027	21 012	22 421
D.	Daně a poplatky	4 330	9 852	6 313	5 213	5 315
E.	Odpisy DNH a DHM	185 013	179 224	178 562	176 318	188 700
III.	Tržby z prodeje DM a materiálu	15 640	21 493	11 798	16 190	12 892
III. 1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	4 849	11 098	1 165	7 081	2 948
III. 2.	Tržby z prodeje materiálu	10 791	10 395	10 633	9 109	9 944
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	13 565	7 313	4 929	15 155	4 097
F. 1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	1 487	1 570	129	11 075	0
F. 2.	Prodaný materiál	12 078	5 743	4 800	4 080	4 097
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů	-10 663	-114 585	10 918	-5 479	-92 136
IV.	Ostatní provozní výnosy	121 249	95 295	102 963	68 698	60 832
H.	Ostatní provozní náklady	187 589	107 511	78 467	71 799	134 283
*	Provozní výsledek hospodaření	126 690	153 135	128 647	154 015	89 273
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	24	0	0
J.	Prodané cenné papíry a podíly	0	0	3 000	0	0
VII.	Výnosy z DFM	0	1 263	8 794	0	1 102
VII. 1.	Výnosy z podílů v ovládaných a řízených osobách a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0	1 263	8 794	0	1 102
M	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	0	0	0	0	-29 400
X.	Výnosové úroky	1 525	252	262	335	142
N.	Nákladové úroky	11 401	6 663	5 431	4 286	5 028
XI.	Ostatní finanční výnosy	88 359	45 556	46 361	29 983	39 376
O.	Ostatní finanční náklady	104 912	97 992	57 519	74 979	68 611
*	Finanční výsledek hospodaření	-26 429	-57 584	-10 509	-48 947	-3 619
Q.	Daň z příjmu za běžnou činnost	18 826	22 864	18 798	16 301	13 375
Q. 1.	splatná	19 433	-425	11 551	12 703	6 309
Q. 2.	odložená	-607	23 289	7 247	3 598	7 066
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	81 435	72 687	99 340	88 767	72 279
XIII.	Mimořádné výnosy	466	0	255	0	0
R.	Mimořádné náklady	257	47	329	45	51
*	Mimořádný výsledek hospodaření	209	-47	-74	-45	-51
***	Výsledek hospodaření za účetní období	81 644	72 640	99 266	88 722	72 228
****	Výsledek hospodaření před zdaněním	100 470	95 504	118 064	105 023	85 603

CASH FLOW k 31. 12. v tis. Kč		2009	2010	2011	2012	2013
P.	Počáteční stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů	91 142	81 573	103 301	140 809	68 548
	Peněžní toky z hlavní výdělečné činnosti (provozní činnosti)					
Z.	Výsledek hospodaření za běžnou činnost před zdaněním	100 261	95 551	118 138	105 068	85 654
A.1.	Úpravy o nepeněžní operace	239 371	100 104	189 924	188 126	140 727
A.1.1.	Odpisy stálých aktiv	185 854	179 233	178 562	176 318	188 700
A.1.2.	Změna stavu opravných položek a rezerv	-10 663	-114 585	10 918	-5 479	-121 536
A.1.3.	Zisk(ztráta) z prodeje stálých aktiv	-3 362	-9 528	1 940	3 994	-2 948
A.1.4.	Výnosy z dividend a podílů na zisku	0	-1 263	-8 794	0	-1 102
A.1.5.	Nákladové a výnosové úroky	9 876	6 411	5 169	3 951	4 886
A.1.6.	Opravy a ostatní nákladové operace	57 666	39 836	2 129	9 342	72 727
A.*	Čistý provozní peněžní tok před změnami pracovního kapitálu	339 632	195 655	308 062	293 194	226 381
A.2.	změna stavu pracovního kapitálu	273 225	53 954	18 114	-50 633	139 549
A.2.1.	Změna stavu pohledávek a časového rozlišení aktiv	225 139	54 674	-73 832	171 007	-35 286
A.2.2.	Změna stavu závazků a časového rozlišení pasiv	-384 453	14 113	-35 992	-12 925	33 188
A.2.3.	Změna stavu zásob	432 539	-14 833	127 938	-208 715	141 647
A.**	Čistý provozní peněžní tok před zdaněním a mimořádnými položkami	612 857	249 609	326 176	242 561	365 930
A.3.	Vyplacené úroky	-10 350	-6 269	-5 431	-4 286	-5 028
A.4.	Přijaté úroky	1 517	252	262	335	142
A.5.	Zaplacená daň z příjmů za běžnou činnost	-97 262	1 288	9 476	-5 665	-17 043
A.6.	Příjmy a výdaje spojené s mimořádnými účetními případy	209	-47	-74	-45	-51
A.7.	Přijaté dividendy a podíly na zisku	0	1 263	8 794	0	1 102
A.***	Čistý peněžní tok z provozní činnosti	506 971	246 096	339 203	232 900	345 052
	Peněžní toky z investiční činnosti					
B.1.	Výdaje spojené a nabytím stálých aktiv	-243 413	-194 029	-169 053	-235 406	-137 009
B.2.	Příjmy z prodeje stálých aktiv	4 849	11 098	1 189	7 081	2 948
B.3.	Půjčky a úvěry spřízněným osobám	0	0	0	0	0
B.***	Čistý peněžní tok z investiční činnosti	-238 564	-182 931	-167 864	-228 325	-134 061
	Peněžní toky z finančních činností					
C.1.	Změna stavu závazků z financování	-140 001	-10 000	-80 527	-2 107	7 895
C.2.	Dopady změn vlastního kapitálu	-137 975	-31 437	-53 304	-74 729	-255 389
C.2.1.	Peněžní zvýšení základního kapitálu	0	0	0	0	0
C.2.5.	Přímé platby na vrub fondů	-4 725	-4 507	-4 888	-4 729	-5 389
C.2.6.	Vyplacené dividendy	-133 250	-26 930	-48 416	-70 000	-250 000
C.***	Čistý peněžní tok z finanční činnosti	-277 976	-41 437	-133 831	-76 836	-247 494
F.	Čistá změna peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů	-9 569	21 728	37 508	-72 261	-36 503
R.	Konečný stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů	81 573	103 301	140 809	68 548	32 045

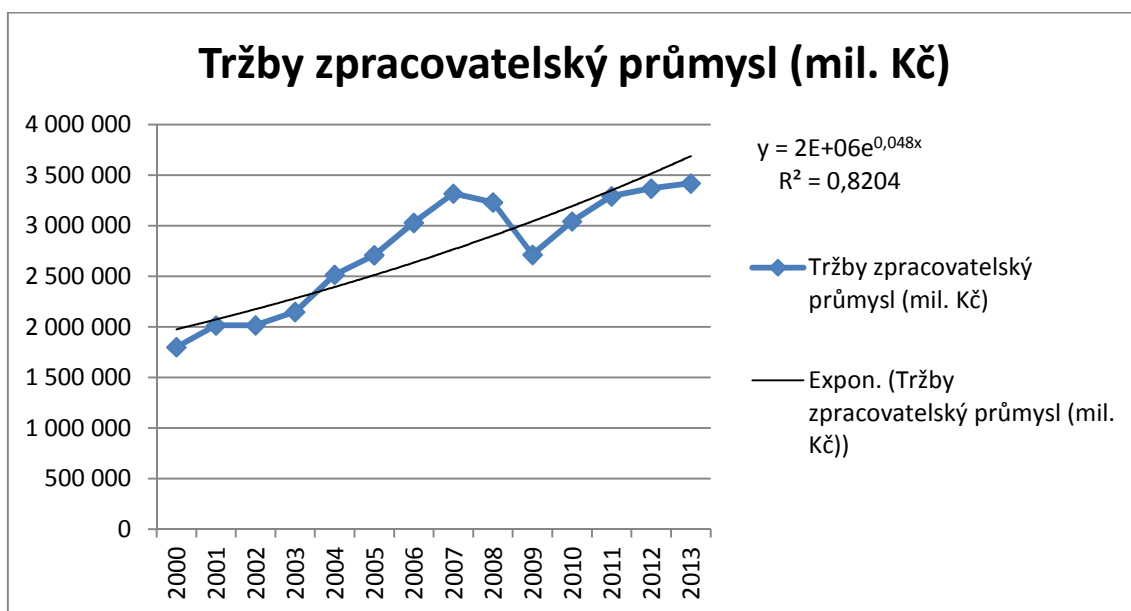
Příloha 3: Altmanův model

Z-score = 0,717 * ČPK/A + 0,847 * NZ / A + 3,107 * EBIT / A + 0,42 * VK / CZ + 0,998 * T / A											
KDE: ČPK / A (WC / TA) je poměr čistého pracovního kapitálu a celkových aktiv, NZ / A (RE / TA) je poměr nerozděleného zisku a celkových aktiv, EBIT / A (EBIT / TA) je poměr EBIT a celkových aktiv, VK / CK (E / D) je poměr účetní hodnoty vlastního kapitálu a celkových závazků, T / A (S / TA) je poměr tržeb a celkových aktiv.											
Interpretace hodnot Z-score je následující: pro hodnoty Z-score < 1,23 je podnik vyhodnocen jako ohrožen bankrotem, pro hodnoty Z-score > 2,9 pak jako finančně zdravý a v intervalu hodnot 1,23 > Z-score > 2,9 nelze závěr jednoznačně stanovit, jedná se o tzv. šedou zónu nevyhraněných výsledků.											
		2009		2010		2011		2012		2013	
Ukazatel	Váha	abs.	%	abs.	%	abs.	%	abs.	%	abs.	%
ČPK / A	0,72	0,25	8,51	0,25	7,71	0,31	8,72	0,28	7,83	0,23	6,78
NZ / A	0,85	0,21	8,43	0,23	8,38	0,23	7,77	0,24	7,84	0,20	7,04
EBIT / A	3,11	0,04	5,29	0,04	5,96	0,04	4,55	0,04	5,37	0,03	3,52
VK / CZ	0,42	1,98	38,76	2,33	42,89	2,59	42,69	2,77	44,92	2,56	44,54
T / A	1,00	0,84	39,01	0,80	35,05	0,93	36,27	0,88	34,04	0,92	38,12
Z-score		2,14	100,00	2,28	100,00	2,55	100,00	2,59	100,00	2,41	100,00
Ohrožen	ANO / NE	? ŠZ		? ŠZ		? ŠZ		? ŠZ		? ŠZ	

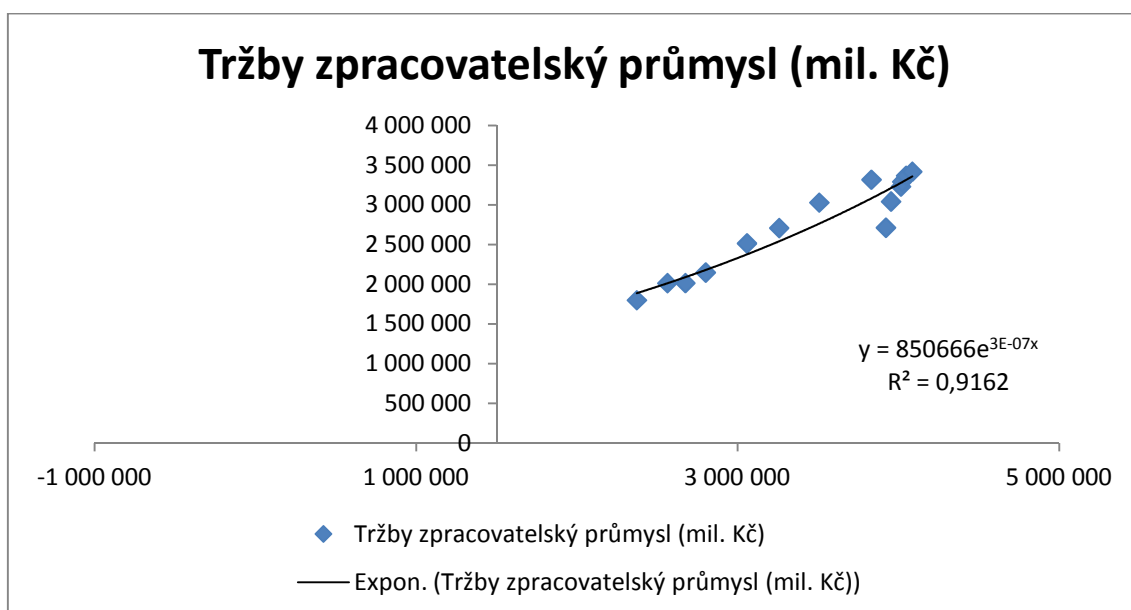
Příloha 4: Model IN 05

IN 05 = 0,13 * CZ / A + 0,04 * EBIT / NÚ + 3,97 * EBIT / A + 0,21 * V / A + 0,09 * OA / KZ											
KDE: CZ / A - představuje cizích zdrojů a celkových aktiv, EBIT / NÚ - poměr zisku před zdaněním a nákladovými úroky a nákladových úroků, MAX = 9 , EBIT / A - poměr zisku před zdaněním a nákladovými úroky a celkových aktiv, V / A - poměr celkových výnosů a celkových aktiv, OA / KZ - poměr oběžných aktiv a součtu krátkodobých závazků a krátkodobých bankovních úvěrů.											
Interpretace hodnot modelu IN 05 je následující: při hodnotách IN 05 < 0,9 podnik netvoří hodnotu pro vlastníky, případně ji ničí, při hodnotách IN 05 > 1,6 podnik tvoří novou hodnotu pro své vlastníky a při hodnotách v intervalu 0,9 > IN 05 > 1,6 nelze závěr jednoznačně stanovit (tzv. šedá zóna).											
		2009		2010		2011		2012		2013	
Ukazatel	Váha	abs.	%	abs.	%	abs.	%	abs.	%	abs.	%
CZ / A	0,13	0,34	4,71	0,30	4,18	0,28	3,61	0,27	3,47	0,28	4,05
EBIT / NÚ	0,04	9,00	38,85	9,00	38,58	9,00	35,89	9,00	36,17	9,00	40,00
EBIT / A	1,00	0,04	15,62	0,04	18,63	0,04	14,80	0,04	17,84	0,03	12,04
V / A	0,21	0,90	20,46	0,85	19,10	0,98	20,44	0,92	19,34	0,96	22,30
OA / KD	0,09	2,10	20,36	2,02	19,51	2,82	25,28	2,56	23,19	2,09	20,88
IN 05		0,93	100,00	0,93	100,00	1,00	100,00	1,00	100,00	0,90	100,00
Ohrožen	ANO / NE	? ŠZ		? ŠZ		? ŠZ		? ŠZ		? ŠZ	

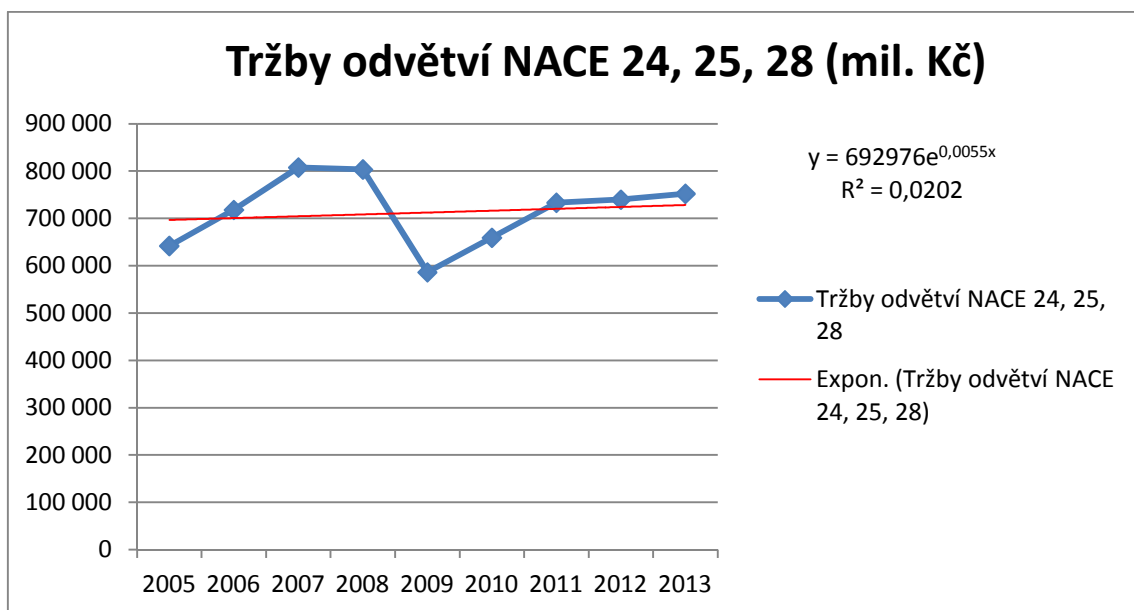
Příloha 5: Vývoj relevantního trhu akciové společnosti ŽĎAS – časové řady



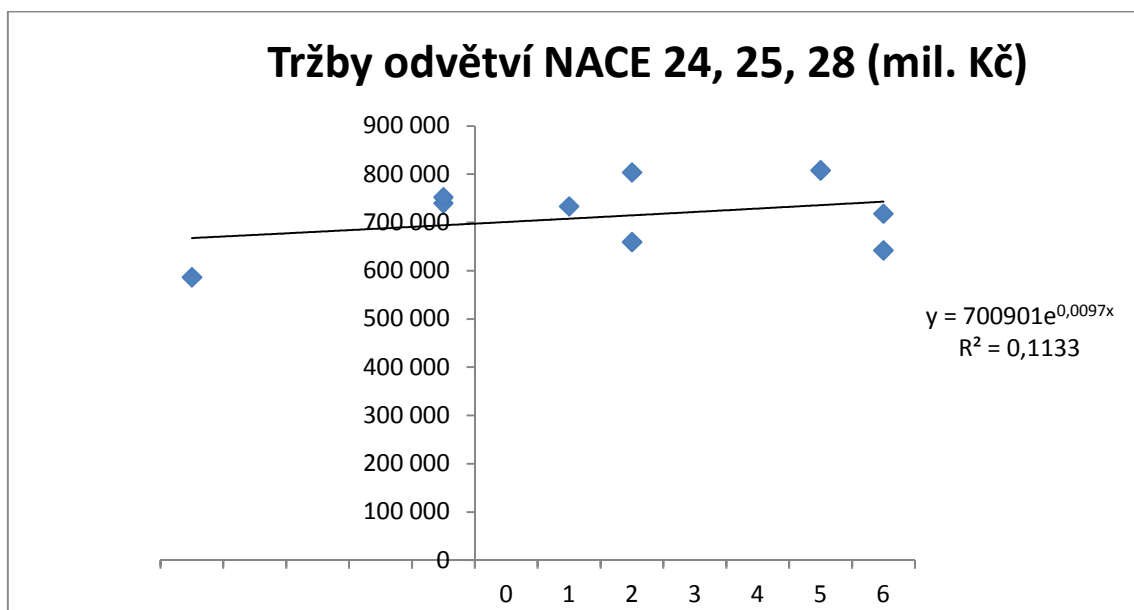
Příloha 6: Vývoj relevantního trhu akciové společnosti ŽĎAS – regresní analýza



Příloha 7: Vývoj relevantního trhu akciové společnosti ŽĎAS – časové řady



Příloha 8: Vývoj relevantního trhu akciové společnosti ŽĎAS – regresní analýza



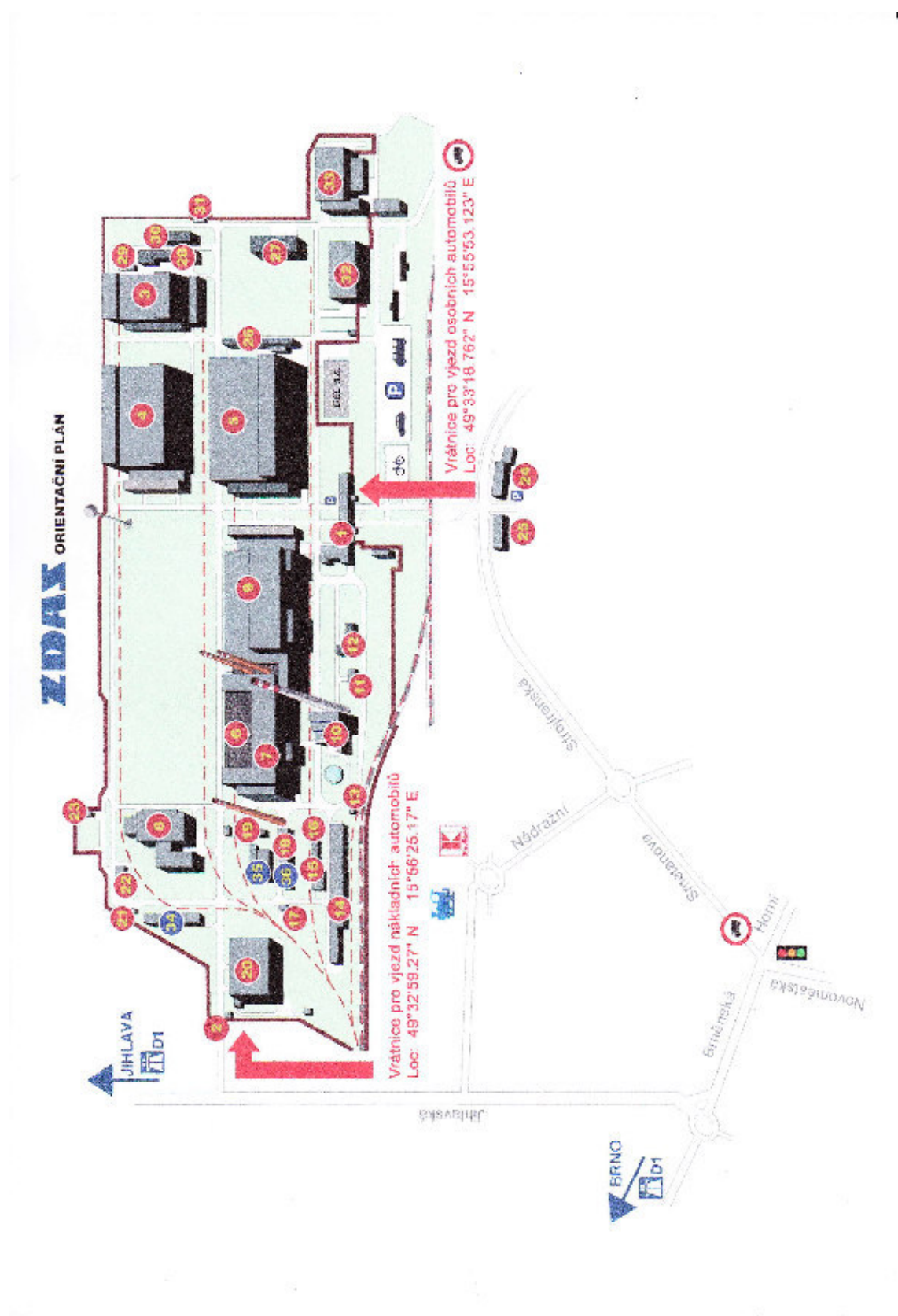
Příloha 9: Podniky ve skupině ŽP GROUP



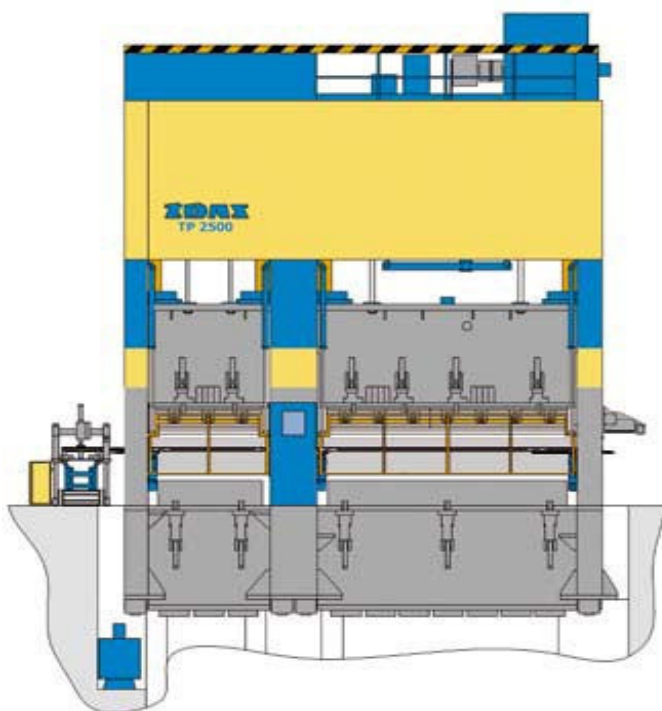
Příloha 10: Výrobní program společnosti ŽDAS



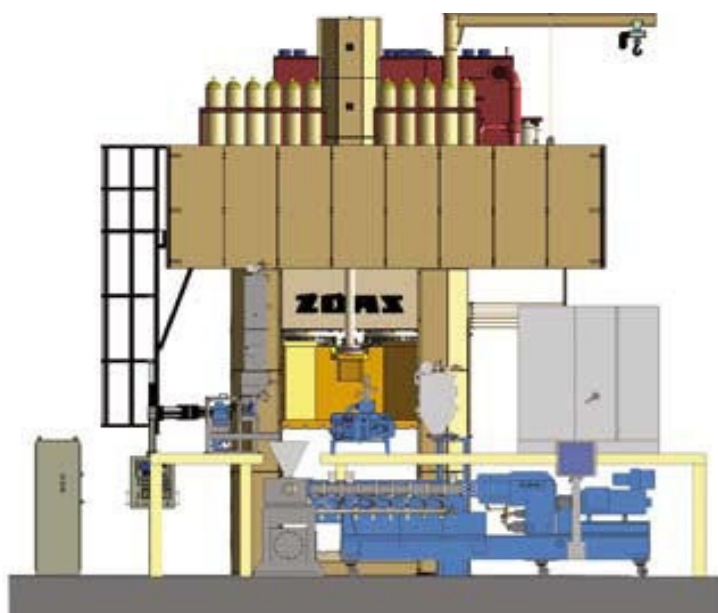
Příloha 11: Orientační plán akciové společnosti ŽĐAS



Příloha 12: Linka s postupovým automatem TP 2500 na výrobu autokol



Příloha 13: Linka s hydraulickým lisem CYAA na výrobu výztuží automobilů



Příloha 14: Nejvýznamnější zahraniční a tuzemští odběratelé společnosti ŽŽAS

Nejvýznamnější zahraniční odběratelé	Nejvýznamnější tuzemští odběratelé
Benteler Deutschland GmbH	ŠKODA AUTO, a. s.
Nukem GmbH	Třinecké Železářny a. s.
Volkswagen AG	Vítkovice, a. s.
Železiarne Podbrezová	Benteler ČR a SK
U. S. Steel Košice	Bonatrans Group a. s.
OEMK Starý Oskol	Elba a. s.
BGH Edelstahl GmbH	Kovosteel Recycling ,spol. s. r. o.
Bharat Forge	Metaldyne Oslavany
Tito Enterprice Co. Ltd.	Miba Sinter Slovakia s. r. o.
Nakamura Iron Works Co. Ltd.	Triangolo spol. s. r. o.
Bobst Manchester	Královopolská kovárna
ZDAS SGS Menden	ŽStrojírny POLDI
Nuovo Pignone S. R. L.	ZVU Kovárna Hradec Králové
Andritz Hydro	Montan Plzeň
Sandvik SRP Svedala	SIGMA Group Lutín
Febe Craft	MSA Dolní Benešov
Gustav Grimm Remsche	Železiarne Podbrezová
Thyssenkrupp Industry	ELFE Krnov
SMS Siemag	